全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



超越人性

穿越牛熊的投资智慧

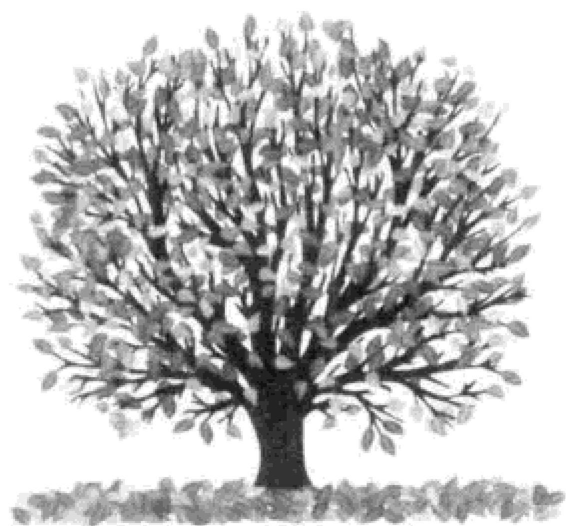
WISDOM IN STOCK MARKET

李大霄　贾肖明◎著

牛顿发现了万有引力
但是他说：我会计算天体运行的轨迹，却计算不了人性的疯狂

经济日报出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



超越人性

穿越牛熊的投资智慧

WISDOM IN STOCK MARKET

李大霄　贾肖明◎著



经济日报出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

超越人性：穿越牛熊的投资智慧/李大霄，贾肖明著.
—北京：经济日报出版社，2010.1
ISBN 978-7-80257-110-5

Ⅰ.①超…
Ⅱ.①李…②贾…
Ⅲ.①股票—证券投资—基本知识
Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 236505 号

书　　名： 超越人性——穿越牛熊的投资智慧
作　　者： 李大霄　贾肖明
责任编辑： 肖小琴
责任校对： 王　瑛
出版发行： 经济日报出版社
地　　址： 北京市宣武区白纸坊东街 2 号（邮编：100054）
电　　话： 010-63567690　63567691（编辑部）　63567683（发行部）
网　　址： www.edpbook.com.cn
E - mail： cehuabu@vip.sina.com
经　　销： 全国新华书店
印　　刷： 北京市耀华印刷有限公司
开　　本： 710×1000 mm　1/16
印　　张： 15.25
字　　数： 200 千字
版　　次： 2010 年 1 月第一版
印　　次： 2010 年 5 月第四次印刷
书　　号： ISBN 978-7-80257-110-5
定　　价： 36.00 元
特别提示： 版权所有・盗版必究・印装有误・负责调换



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

时光荏苒，二十年，弹指一挥间。

2010 年，中国资本市场即将迎来二十周年生日。我们庆幸这个伟大的时代，感恩我们伟大的祖国。过去的二十年，股海沉浮，饱经历练，一代代资本大佬折戟沉沙，虽然一路坎坷，一路曲折，但资本市场呈现出的波浪式前进螺旋式上升的发展轨迹犹如滚滚洪流，由嗷嗷待哺的幼儿成长为日渐成熟的青年。而今，中国资本市场已经发生了翻天覆地的变化，多层次资本市场体系日渐完善，投资融资功能进一步健全，机构投资者力量进一步壮大，价值投资理念深入人心，中国资本市场正勃发出无限生机，已悄然成为世界资本市场的重要一极。

作为中国资本市场的第一代投资者，大霄经历的中国资本市场的起起伏伏，也正是中国资本市场二十年发展的缩影。他能从一个早期市场参与者逐渐成长为一名资深的专业研究人员，其中有其勤奋好学之故，也跟其爱岗敬业有关。他对资本市场恭谦、敬畏的态度，对资本市场的钻研、对策略和宏观经济的研究方法和研究思路，是值得广大投资者特别是无法与机构相抗衡的中小散户学习和借鉴的。

大霄的观点，往常均散见于各家报章、电台、屏幕之间，鲜有成文成集。自加盟英大证券以来，他屡次提及欲将多年来的观点汇集付梓，我也是积极赞成并期待已久，这不仅仅因为他是英大证券研究所的带头人，更在于希望英大证券乃至证券行业同仁们能够审视他的观点、策略以及研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法，同时审视中国分析师行业的独立、客观、公正的执业态度与敬业精神，引发对券商卖方研究盈利模式更深入的思考。

资本市场起起伏伏，其间错综复杂，但烈火现真金。手抚本书，墨香沁人心脾，书中不乏真知灼见。本书中所收录的文章虽只是沧海一粟，但从事后市场运行的轨迹看，大霄可谓是“千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金”，而正是这种锲而不舍、辛勤钻研的精神，使他成为媒体和投资者追逐的“明星”。纵览全书，虽是观点的整理和收集，但却并非简单罗列，而是紧紧围绕中国证券市场大发展背景下的牛熊交替这一主线，分析其在大时代、大背景下通过市场现象如何精准把握宏观经济走向和市场大势，更蕴含着大霄多年的投资哲学及方法论，是值得广大投资者阅读和珍藏的。

最后，希望大霄及英大证券研究所团队能够再接再厉，为英大证券客户及广大投资者提供更好更优质的服务，也希望大霄一如既往，呈现出更多、更精准、更精彩的观点。

是为序。

英大证券有限公司董事长

2009 年 12 月 10 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自 序

投资是一场心态的修炼

父好书，在非常困难时期，也买。得家父身传，不仅我喜买书，小女儿也渐有不眨眼购书之习。拜读众多好友所赠著作后，觉出书之人都乃高明之士并仰视之。但擅长数学的姐姐曾出过较高深之书，却遭遇盈亏艰难平衡之经历，故我从未敢有此念。弟擅长摄影，从影集推论，反复说明出书之重要，倒是一直在鼓动我。

十多年前我在东莞说得多，写得少。某次机缘巧合，在去贵州路上偶遇一大师，大师姓曾，点化鄙人著文之重要，并言大道至简，越是深奥的道理越应用粗浅之比喻来诠释。得大师点拨，有感而发不吐不快时，我开始写些小文，并按大师指点试用比喻，用到得意之处不禁暗暗发笑。妻子是个贤惠而合格的会计，每遇到此状况，必加以控制将我拉回现实。

累累下来，竟也有数十万字。然觉下笔之际，尚有一点激情，激情过后，却难觅当时之感觉。没有激情的书如同鸡肋，又不想败名，故一直没有动手。后经肖明老弟数年来一直催促，才得以把平时尚留激情之文章集结起来，加以编辑整理后成册，还望各位看官包涵。

文章要写得高深还是显浅？让读者高山仰止还是顾名就能思义？这是不同的思路。脑中印象深刻的是鲁迅先生的教诲：把文章念给街坊老太，若懂则是好文章。何况我本就初学，所得甚少，高深不得。

有一个小理念：在社会中，如果对社会有益，就是有用之人；如果有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损于社会，则是坏人；既无益又无损，则是无用之人。以此为鉴，虽然市场风云变幻，但是一直以来我力求观点清晰。很多朋友都劝我模糊一些，因为模糊最容易而且最省力，但愚以为这不仅浪费别人宝贵的时间，且自己也将变为无用之人。文章还是有观点与结论为好，报刊杂志版面虽小，但需要纸张亦有成本，我希望能够发挥一点的作用。对人有用之时我才感到生命尚有一丝价值。

投资的方法也是有巨大争议的问题，有的人是赚别的投资者的钱，有的人是赚上市公司的增值，这也是两种不同的思路。投资本无道德要求，但如果能够相互结合，岂不更佳？至于投资的考核周期，有的投资者是按年度来考核，有的是按月度或者周来考核，而有的投资者是按一生来考核的。愚以为，按一生来考核的投资方法更全面。

当一个投资人拥有了正确的投资理念，会每天抱着美梦睡觉，踏着舞步上班，这是多么美好的事情。而且上班的效率也会相应提高，继而整个社会的效率也会提升。当大部分人的投资理念是在算计别人口袋的时候，其工作效率必定低下。股票市场是投资人的知识、心态、经验、修养、人际关系和判断能力的大比赛，投资风格是投资人性格的最好体现，而心态的修炼则需要一生的时间来完成。心态之修炼是投资人必修之功课，尤其对市场研究者而言。

进入股市的投资人大都进取有余而淡泊不足，否则就不会被股票所诱惑，故喜欢听进取之言者居多。股票市场不确定之事甚多，故大部分人在很多时候举棋不定，于是参考别人的观点就成为一种需要。

说真话还是说假话，这更是一个原则性的问题。说真话不易，且听者不悦，于是很多人转而说假话，假话易说但听者无益，如何选择？还是来真的罢。真话获奖不易但对听者有益，我坚信，世上良知尚存。

人在世上活了一圈，有人积累了金钱，有人没有，仅此而已。但我发现有的人不同，有人留下一段音乐，有人留下一段映像，有人留下一些雕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

塑字画，有人留下了一段文字，有些人在别人的大脑中留下了一丝印象，我觉得这些人活得更加有意义些。

平时并未求得肯定，来到深圳后在住房和女儿就学问题上得到很多帮助，特别是这次父患前列腺癌延医求治中所得帮助，觉得已经是最大的肯定，应该以百倍的努力来回报众多的热心者。

愚所做的所有努力，希望对有缘者有所帮助，他日遇小女有需要时，若能够给予一些便利，就非常满足了。

出书之举，势必殃及梨枣，平生最喜树木，负罪之余，只有将来多支持林木之公司以补过了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[目录]

序 / 1

自序 / 1

□第一部分 市场永远是正确的

市场的信号灯 / 3

当利好累积到一定的时候 / 6

从“试验田”到必要性 / 8

股权分置改革的利好 / 10

合力驱动苦尽甘来 / 12

走“牛”的条件 / 14

市场上涨需要基础 / 16

也谈产业整合 / 18

□第二部分 股市是一个大考场

客观看待利空因素 / 23

一半是火焰，一半是海水 / 26

存银行不如买银行? / 30

学会主动适应资本市场 / 33

牛市和熊市的回忆 / 37

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市是一个大考场 / 40
关于 QDII / 43
多数人正确还是少数？/ 46
港股淘金别忘历史 / 49

□第三部分　风险控制更加重要

风险控制更加重要 / 55
最疯狂的时候，一定要把股票卖给别人 / 57
高估值的七大隐忧 / 58
秋收了，摘熟苹果 / 61
A 股长期估值顶部已经形成 / 64
决定行情的力量在哪里？/ 71
防御工具首选现金 / 74
过度追捧银行股的风险 / 76
过度追捧航空股的风险 / 79

□第四部分　比谁具有淡定从容的心态

牛市的支撑点 / 83
赌经济还是赌政策？/ 85
扩大流通股比重影响深远 / 92
“新兴加转轨”市场仍存四大问题 / 95
耐心，耐心，再耐心 / 97
此 3000 不同彼 3000 / 100
在控制风险前提下　把握市场机会 / 102
长期资金与稳定机制更重要 / 110
加大分红到底是利好还是利空？/ 112

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A 股稳定取决于全球金融和国内经济回稳 / 114
6124 的回忆 / 116
在股票低迷时家庭支持尤为重要 / 118

□第五部分　巴菲特永远是投资之神

增加股票配置比较合理 / 121
低估值带来的希望 / 124
投资股票，我们来算一笔账 / 128
怎样正确选择和理解股票评论 / 130
A 股市场稳定的基础 / 134
巴菲特永远是投资之神 / 140
牛市到了——中国股票率先走强五大原因 / 143
创业板要开了，如何是好？ / 145
大发展，大机遇 / 147
站上年线如何看？ / 150
勇敢些，去迎接希望 / 152
融冰之路注定曲折 / 154
恐惧踏空还是恐惧套牢？ / 156
学会分析各项现行指标 / 158
机会大？还是风险大？ / 161
百年难求的价格，现在出现了…… / 163
到底谁比较准确？ / 165
谈谈 IPO 对市场的影响 / 168
坚持，是有底气的 / 170
理性面对市场传闻 / 172
一家之言 / 174

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6124 需要淡泊，1664 需要勇气，现在需要坚持 / 176
创业板二三事 / 181

□第六部分　散户投资的艺术

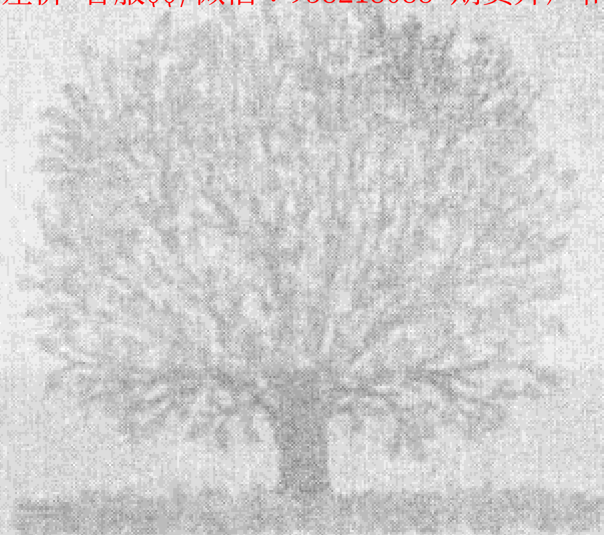
题材股，镀金的石头！/ 185
内幕交易酿恶果 / 188
割肉与止损 / 191
股神与大师 / 194
股民“三戒”/ 197
判断拐点的艺术 / 201
来自熊市的思考 / 205
洼地寻金 / 209
学巴菲特，投资转债 / 213
投资外因：政策与流动性 / 216

□第七部分　媒体聚焦

李大霄：“本土”分析师眼中的2009 年 / 221
熊市初期　卖方分析师才是真英雄 / 226

后记 / 229

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一部分 市场永远是正确的

（2005.6～2006.6）

回想那狂热的时代，管理层十二道金牌，仍然打不消人们的热情，但最终利空积累到一定的时候，转折出现了。当前的例子亦是如此，针对房地产市场，政府亦发出了多道金牌，但经过很长的时间，现在才有一些效果。但不要忘记一点的是，我国现在仍是在计划经济向市场经济过渡阶段，政策威力仍无比巨大！

——李大霄



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早在2000年中期，李大霄就提出“摘荔枝”的观点，寓意投资者要赶快收获胜利果实。果然，此后中国股市经历了长达五年的熊市，只有少数人能够盈利，市场上甚至出现“远离毒品，远离股市”的极端言论。

2005年6月，国家启动了股权分置改革，非流通股东支付对价，从而获得了上市流通的权利。证券市场从以前单纯“为国企解困服务”的定位转变为“让社会公众分享经济增长成果”。上市公司有动力促使自身股价回升。而对券商的注资和国有银行的改革计划进一步促进了股市的复苏，各种利好措施不断出台。长期的低利率也使得外围的资金异常宽裕。

同期，李大霄一直在呼吁“播种”，认为这是人生难得的投资机会。

结果，从6月份开始，股市从最低998点慢慢回升，上升至最高1684点。终于从长达五年的熊市中慢慢扭转过来，出现了由熊转牛的趋势。

接近股改一周年之际，股市在1300点附近反复争夺。许多投资者为IPO和全流通感到恐惧，心态起伏不定；众多券商也为企业的盈利基本面感到担忧。这时，李大霄坚定地指出股市仍处于一个价值回归的过程，市盈率相对于1991年和1995年两次的低点仍处于较低水平，我们有理由期待第三次牛市的到来。股改后大规模的融资需求将是牛市的外在动力，现在正处于牛市的起步阶段，远非终结。

市场再一次验证了李大霄的观点，大牛市正在来临。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的信号灯

我的股东代码是1号，此账户虽然后来受到规则的限制，但却默默和我一起感受着市场的起伏与变化。最近，特别是看到一些投资人在愤怒之余纷纷与市场决断，忍不住提笔把我观察到的一些现象与有缘者分享。

现象一：投资者亏损现状

据和讯网对28689名投资人调查，亏损50%以上的占67.41%，亏损10%～50%的占22.97%，而实现盈利的仅占2.63%。这种情况在十几年的证券历史上是非常罕见的，我印象中只有1994年可以相比。而在1994年，当时市场亏损的情况亦相当严重，但从人数及绝对值来看，现在无疑是最严重的。

现象二：出现极端言论

现在社会上流传“远离毒品，远离股市”的说法，而且类似更为极端的言论亦在互联网上大量出现。广大投资人随着亏损的不断扩大，心理状态在逐渐产生变化，从而达到极端的过程。这是一个从失落、失望、麻木直至愤怒的心理状态过程，表明大部分人已经到了“愤怒”阶段，此阶段极易产生因偏离正常状态而导致的不理性的抛售行为，市场和股票的低位往往由这些类似的行为而产生。市场总是重复着同样的现象。

现象三：营业部利用率的变化

由于行情低迷，各券商在增收无望的情况下，纷纷开展节支行动，除大量裁减人员外，营业部面积亦大量缩减，但营业面积大量缩减后，利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率并未见提高，看来是投资者减少"现场上班"的速度比营业面积缩减的速度更快，现场冷清非常明显，是否到了该应用"数人头理论"的时候了?

现象四：安静地买单

基本面在恶化，舆论充满悲观，股票估值在下降，庄股在崩塌，确实是令人失望的，但在失望之余，却看到很多股票的买单是神秘的，它们默默等着掉下来的筹码，而这一切，又是那么安静，那么坚定……

现象五：场外资金异常充裕

从场外资金的情况来看，首先是储蓄存款的情况，2005 年 4 月份居民存款余额达到 13.79 万亿元，较 2001 年将近翻了一番，再观察几年来人们购买房产的豪迈气概，货币式基金的飞速增长，外汇储备不可思议的膨胀，QFII 额度的迫切要求，债券的疯狂，我更多不是看到证券市场可怜的现状，更多是感到中国资本的脉动、扩张的野性、原始的冲动及未来的前景。

现象六：主管部门的态度在变化

"开弓没有回头箭"，"中国证券市场重要转折点"等说法，第一次由证监会主席尚福林同志发出，而且如此肯定、如此坚定，在该届领导口中应是第一次，在历届领导中亦不多见，可见这次政策的坚定性和不容反复的决心，也许，他们已经做好充分的准备；也许，已经做好了破釜沉舟的打算。一般而言，我认为普通言论可以不用进入预警状态，而这种言论在历史上都会引起重视。而一般投资人却因为普通言论多次过早触发预警系统而变得麻木了。不要忘记的是，寓言故事"狼来了"的狼最后还是出现了。

现象七：有关部门的态度变化

数年以来，证券市场主管部门每出台一项措施，其中涉及到相关部门利益的时候，都会碰到很多阻碍甚至相反的意见，但现在我观察到情况有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了很大的变化，人民银行行长周小川最近也在发表“中国需要资本市场”、“银行积极参与资本市场”的言论。

国资委主任李荣融最近发表了“证监会认为条件成熟，我们就认为条件成熟了”的说法。看来情况在悄悄地发生着变化，既然情况在变化，我们不能用未变化的眼光去观察，在众多部门由于形势需要而变得协调及和谐时，就有可能变成政策合力，应该引起重视。

在平时，人们都会说“在一片悲观时买进，在一片狂热时卖出”，“大家去买时去卖，大家去卖时去买”，但到了现实当中，能做到的人并不多。我在2000年东莞荔枝节时大张旗鼓提出“摘荔枝”来劝喻投资人卖股票，但有多少人肯卖呢？而五年后的今天，我不遗余力地宣传“播种”，同样，能够认同的应该亦不会很多。

（原文标题为《情况在发生变化》 2005－05－26）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当利好累积到一定的时候

现在市场极端现象之一是当利好出现时，市场不是表现为上升，而是下跌，市场步入非理性状态，我们是否要问：市场怎么了？市场失灵了吗？政策之手作用失灵了吗？

数量、频度

事实上，市场的表现确实不尽人意，管理层出利好的次数、频度可能是历史之最了，现在几乎是每天一个利好或两个利好，甚至是五条或十条措施，但市场的反应却是不为所动，确实如此。

质量

是利好的质量不足的原因吗？我们观看近段时间的利好程度，是具有相当质量的利好，先不谈有争议的“送股”，就谈“回购”利好及银行成立基金管理公司等非常规的利好，如果在平时状态下，属于非常级别的利好。

明确

“市场已经具备投资价值”，“市盈率是多少倍”，此说法从一向“慎言”的证监会领导人口中说出。“要对政府有信心”、“党中央重大决策”、“已有配套措施”等说法，亦从领导的讲话中亲口表白，是再明确不过的态度了，这与以前近万字的讲话有着明显区别，就差讲出“这就是底部”这句话了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

态度

从开会的次数、频度、地点，就能看出监管层的奔波与繁忙；从以往一贯的低调到当前的紧张，也能证明确实到了一个他们认为紧急的阶段。

从以上各方面动态可以看出，利好在继续出，而且数量和质量都在加码。虽然现在人们的心是冷的，虽然它们仍不被接受，但我们回忆一下历史，就可能会有一些帮助。

回想那狂热的时代，管理层十二道金牌，仍然打不消人们的热情，但最终利空积累到一定的时候，转折出现了。当前的例子亦是如此，针对房地产市场，政府亦发出了多道金牌，但经过很长的时间，现在才有一些效果。但不要忘记一点是，我国现在仍是在计划经济向市场经济过渡阶段，政策威力仍无比巨大！

同样，我相信，当利好积累到一定的程度，改变就会发生。历史如此，现实亦是一样。因为我相信一点，只要人性的弱点还存在，资金逐利的本性就不会改变，昨天如此，今天亦是如此。

(2005 - 06 - 14)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从“试验田”到必要性

前段时间，中国证券市场启动股改，开始了一场重大变革，这不仅在国内是首次，在世界证券历史上也没有先例。对此，各方人士众说纷纭，看法不一，市场亦陷入迷茫状态。以下是我对市场前景的认识。

中国证券市场开始是作为“试验田”的角色出现的，其中还多次讨论过“存在的必要性”问题。后来在很长的一段时间内将之定位为“为国企解困服务”，从而积聚了巨大的制度性风险和市场风险。而今次改革，在削减制度性风险的同时，有“让社会公众分享经济增长成果”的提法，也在一定程度上相对改变了“为国企解困服务”的不正确市场定位。它起码会让我国证券市场走进相对平衡状态，在制度安排和政策配套上都会由于纠正的市场定位而做出相应的改变。

我国的居民储蓄存款余额2005年5月底为13.06万亿元，而我们的A股流通市值只有8.99千亿元（来自聚源数据，统计时间为2005年7月6日），这其中存在着巨大的差距。而我国以间接融资为主的模式，使银行积聚了过多的风险，而银行减少风险的努力又使贷款行为日益小心翼翼。但经济的高速发展又形成大量的融资需求，而这种需求却越来越难得到满足，故转为对证券市场的日益强烈的发展需要。由于存在着市场、银行和政府合一的共同发展需求，证券市场的发展动力就变得异常强烈。

我们现在仍处于低利率时代，资金价格偏低造就了地产泡沫，收益率只有2%的货币市场基金也得到长足的发展，从债券市场飞涨也可以看到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金的充裕程度。而控制房地产泡沫的措施也为资金流向其他市场创造政策导向，资金面异常充裕正是证券市场发展的大好时机。

国人中有较多的人富有冒险精神，而从刚刚脱贫致富的阶段心理分析来看，超出发达国家的致富欲望亦促使中国证券市场取得了比世界平均水平要高得多的发展速度，而且以上两个前提条件都没有改变。随着时机的成熟，两个前提仍会发挥作用，因为历次经验证明，每次熊市中决心“绝不再炒股”的人，在下次牛市中又会出现。

随着股票资产泡沫释放，价格下降令股票的投资价值逐渐显现。价格的下跌使股票的价值是在增加而不是减少，而股改争取到的对价也加速了价值的凸现过程而不是相反，可惜市场忽略了这一点。价值提升改善了内在的投资环境，而股改的另一个好处就是两类股权的利益趋同，并且改善了内部投资环境。

随着银行成立基金公司、券商注资、上市公司回购和减税等一系列繁荣股市的措施陆续出台，资本市场的外围政策环境有明显改善的趋势，这将使市场发展形成良好的政策氛围。不可否认的是，政府拥有最大的资源进行政策调整以达到其调控目的，直到成功，此点亦可以在房地产业前一段时间的宏观调控中得到充分的证明。随着外部环境的不断改善，将会出现量变到质变的转化。

总的来说，不断积聚的投资者和融资者的巨大需求和现实的强烈反差应该得到改变，不断改善的内部环境和不断得到扶持的外部环境将刺激市场复苏，并逐渐走向大发展阶段。而在此过程中，也伴随着重大机遇。在这没有先例的大变革中，每个市场参与者都面临一场考试，这不仅仅是对自己投资知识的挑战，而更重要的是对勇气、胆识、信念和意志的重大考验。

（原文标题为《促进发展　缔造机遇——谈股权分置改革》
2005－06－18）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股权分置改革的利好

股权分置改革试点开始后，在市场中引起了相当大的震动。我们到各地实地调查的结果显示，相当多的投资者对股权分置改革认识不足，而市场的弱势又强化了这种认识。我们研究后认为，改革将给市场带来新的希望。

流通股东地位将会提高。由于股权分置改革后各种股份的利益趋向一致，流通股股东的地位将会得到实质性的提高：流通股股东的意愿将受到重视，公司对他们将会从以往的漠视转为“取悦”，投资者关系管理也将得到重视，企业形象宣传也将得以加强。总体来看，流通股股东的地位将得到提升。

证券市场将更加重视买方对象的培养。我走访过多家上市公司，既受到过礼遇，亦受过冷遇，深深体会到调研的艰辛，更理解了普通投资者的难处。而股权分置改革后，情况将会大大改观，因为对于市场中的买方，任何一个市场卖方都会礼遇有加。

上市公司将更加关心股价。在多年与上市公司的接触中，我们最常听到的一句话是“我们不关心二级市场的股价”。也许，他们是想与二级市场行为划清界线，以示清白；也许他们是不想透露更多的信息……但是，当经营者不关心自己公司股价成为普遍现象时，投资者的投资行为将显得多么的鲁莽！而这一切将在股权分置改革后发生变化，我们以后听到更多的将是“我们公司的股价十分坚挺”。同时，公司的短期行为将减少，由于利益的驱动，更多是以公司的价值最大化为目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改革后，股权仍是主要的财富持有形式。纵观世界上最富有者，远如比尔·盖茨、沃伦·巴菲特，近如李嘉诚，无一不是如此。他们的股票是完全流通的，但他们并没有将股权财富以现金或房产等其他的形式持有。同样道理，改革后的试点公司拥有者虽不排除套现的可能，但更多的是继续持有。当然，由于此时的资产是可流动的，财务的自由度大大增加了。

公司控制权将是永恒的追求。很多投资者是以投资的角色来参与市场游戏的，鲜有以拥有者身份。其实，控制权拥有者拥有由权力带来的数不清的好处，基于此点，控制权的争夺是永恒的，既得者不会轻易放弃已拥有的股权。

减持是有限度的，只在有重大需求时才会出现———想放弃控制权，套现以期实现其他更强烈的目的者例外。这是因为，一直拥有自己的企业，是很多人毕生的追求。

利益转移趋势可能改变。由于市值不是非流通股的价值形式，有些上市公司会采用掏空上市公司资产的方式来实现自己的目的，或者采用对非流通股东有利的方式进行分红及融资。在股权分置改革后，由于两者利益的一致性，为达到增加市值的目的，利益转移的趋势可能会发生改变。

并购重组将风起云涌。随着股权的流动性以及随之而来的财务自由度的增加，公司并购重组的可能性将增大。在国外，并购重组几乎在每家公司都曾上演，而且是公司规模扩张的重要途径，它造就了优质上市公司超常规发展带给持有者的机会，同时，也使被重组的公司在证券市场中充满永恒的魅力。

改革会带来冲击，但不改革就不会有机会。中国证券市场经过改革后，将迎来一个大发展时期。在改革的潮流中，只有在黑暗中看到光明、在悲观中看到希望者，才能在变革的过程中把握先机。

（原文标题为《大变革促大发展 ——再谈股权分置改革》
2005－07－06）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合力驱动苦尽甘来

股权分置改革试点启动的3个多月来，首批4家试点公司中，有3家顺利完成股改；第二批42家试点公司中，已有15家的股改方案通过股东大会表决，通过率达100%，有5只个股成功进入G板块。股改过程中，参与的各方正逐步达成共识，形成合力，共同推进证券市场朝着积极方向发展。

2004年9月以来，增量发行实质上处于停顿状态，11个月的停顿不仅自2001年以来尚属首次，在历史上亦非常罕见。融资功能的停止，给市场各方带来实质上的利益损害，这促使有关方面不得不做出改变。近3个月来，各部委出台的一系列政策都为支持证券市场走出低谷、促进股权分置改革顺利进行扫清障碍。

上市公司的自身动力将促使股价回升。因为只有解决了股权分置问题的上市公司才能再融资，这直接刺激了上市公司积极投入股改。而更为重要的是，股权是财富持有的主要形式，进行股权分置改革后的上市公司，非流通股将实现从净资产到市场价格的直接溢价，这将大大增加非流通股股东的股权财富。

国有资产溢价是国资委积极增持股票的关键。在国有企业占大多数的证券市场，国资委的作用举足轻重。在股权分置改革之前，国资委的利益主要体现在净资产的增长上，而当股权分置问题解决后，二级市场的股价将成为国资委管理国有资产的重要指标。股改后由净资产向市价的溢价将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使国资委直接受益。为了保证对国有资产的控制以及实现国有资产的增值，国资委有充足的动力去提升公司股价、增持公司股票。

此外，对券商的援助将惠及整个证券市场。长达四年的熊市，大部分券商已是元气大伤，有的甚至亏损累累、面临倒闭，新股发行的几近暂停对券商来说更无异当头一棒。而券商倒闭给市场带来的风险将是直接和巨大的，特别是在股权分置改革进行的关键时期。为了控制市场风险，维护金融市场的稳定与安全，促进证券市场发展，有关部门将出台各种政策措施，特别是在资金方面，对陷于困境的券商以援助。因此，我们可以认为，近期证监会开展的券商分类监管制度、政策的注资以及再贷款等措施，都将惠及各证券市场。

国有银行的改革计划，将影响各方制定出有利证券市场发展的政策。国有银行的改革计划只能成功，不能失败，在此大决心及大政策背景下，国家动用了巨大资源支持银行改革。在当前状态下，要在2006年前完成4家国有银行的全部股改计划，对于市场来说是一个不小的考验。我们从国家动用资源的决心和态度可以推测，有关方面也有可能在证券市场领域动用资源从而营造出有利于改革实施的市场环境，此举将促使市场各方利用难得的政策环境，排除不利因素，做出让步，制定出有利证券市场的政策措施。

长期熊市使中国证券市场付出沉重代价，在党中央、国务院的大力支持下，在各部门史无前例的合力下，利好措施将会源源不断地推出，市场已存在被唤醒的基础，证券市场的春天即将来临。

（2005－08－06）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走“牛”的条件

市场在1300点附近反复争夺，投资者心态也随着市场的起伏而剧烈波动，在此基础上，他们又多了一份担心，这就是对IPO以及全流通的恐惧。IPO也好，全流通也罢，真有那么吓人吗？它又会不会由“利空”向“利好”转化呢？

我认为，当前市场已经具备了走“牛”的条件。从中国股市的历史加以比较，我们可以发现，1991年和1995年的市盈率降到一个低的水平后，市场迎来了牛市。当前股票市盈率和市净率再次回到前两次的低位水平，从历史会重演的角度看，市场迎来第三次牛市是可以期待的。经过五年漫长的调整，市场已经出现众多投资机会。虽然沪指已回升到1300点，但和国际主要市场相比，中国A股市场仍然较为低估。即使与保守的香港市场相比，众多蓝筹股股价仍然是低估的，整个市场仍处于较有投资价值的区域。也就是说，从投资价值的角度看，市场已经具备进入牛市的条件。

此外，市场心态仍然谨慎。随着上证指数从1000点的低位回升到1300点，投资者的心态虽渐渐复苏，但我们观察一下封闭式基金的折价交易情况，有些情况仍不容忽视。封闭式基金的平均折价率仍然接近40%，规模比较大的品种的折价率仍然接近50%，说明“珍宝”仍然被贱卖。从这一点我们可以看出，经过漫长的熊市，多数投资者的心态还是非常谨慎的，远未达到狂热的地步，市场正处于行情的起步而非终结阶段。

每次牛市都伴随着大规模的融资行为。目前，已完成或正在进行股改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的上市公司数量已占沪深两市上市公司总数的50%以上，股改公司市值也已超过60%。市场对何时重启IPO以及"新老划断"的问题也表现出极大的关注和担心，不仅有对现有存量资金承接能力的担忧，也有因新老股票比价效应所导致的估值中枢下移的担忧。而这正是我们坚定看好后市的理由：如何采取有效的措施对冲利空成为管理者迫切考虑的课题，而大规模的融资需求是牛市的外在动力，前两次大牛市已经用事实证明了这一点，而这次融资需求比前两次有过之而无不及。同时，历史的经验证明，优质资产增量会给牛市带来更大的内在动力，而这次将要进入的资产如银行和央企等比前两次都更优质。优质资产增量，其良好的投资吸引力会对场内外投资资金产生良性作用，特别是大型公司的IPO，将对构筑大盘底部产生帮助作用，成为打破熊市坚冰的"利器"，A股市场也将进入一个功能完备、良性循环的牛市中。

大规模的融资配套方案也将推出。这一方面是市场外围资金的需求，如QFII、社会保险、保险资金、银行基金公司等，另一方面也是银行和券商的需求，这其中包括银行的股票抵押贷款、券商融资方案的同时配套推出。再者，国家要大力发展资本市场，应该在红利和印花税等税收方面进行更大力度的支持，同时推出减税的配套措施。另外，加快推动类似美国"401K"的养老金计划已经迫在眉睫，这是造就美国几十年大牛市最成功的经验，对此我们绝不可轻视。

实际上，我们已经处在牛市中，只不过身在其中，很多人还感觉不到而已。

（原文标题为《牛市才起步》 2006-04-01）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上涨需要基础

最近市场经历了中国银行 IPO 和 G 三一部分法人股流通上市等重要事件，投资者对此理解各有不同。而 6 月份的暴跌也使很多投资者心有余悸，接着大盘又出现罕见的连续十多天走强的情况，投资者现在是既怕踏空又怕再次套牢，十分矛盾。如何冷静地做出决定是我们面临的迫切问题，我提出以下观点供读者参考。

首先，从估值角度判断，市场仍然健康。虽然经过大幅上涨，但我们观察的主要品种，股价仍然处于合理范围，并未出现泡沫。以银行股为例，和刚刚上市的中国银行相比，已经上市的银行股如招商银行等，并不比中国银行贵；钢铁股中如鞍钢 A 股要比香港 H 股要低；紧缺的资源类股票也还没有反映我国资源稀少应该表现出来的溢价。国内封闭式基金更是比任何一个国家都要便宜，而其今年的获利水平应该比很多国家的同种品种高，这是一个相当大的反差。从上观察，市场并未高估，反而存在相当大的空间。虽然指数从 1000 点上涨到 1700 点，但市场上涨基础是扎实的。

其次，增资机构的建仓会推动市场走强。从新增资金的角度分析，新发行的广发策略优选 180 亿、易方达价值精选基金 117 亿、银华优质增长 98 亿等都需要建仓，而且还有鹏华价值优势、景顺成长、嘉实主题精选、长城安心回报等共 16 只基金共 1000 亿元要投向市场。6 月 9 日国家分别批准加拿大丰业银行和比联金融产品英国有限公司 1.5 亿美元和 1 亿美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的 QFII 额度，这一系列措施，彻底消除暂停审批的传言。事实上，连续的阳线反映了这些资金进场的节奏在加快。而且在市场大幅调整时，符合基金思路的股票不但拒绝调整，许多还明显走强，这亦留下了这些资金的建仓痕迹。

再次，资金流向反映国家产业政策取向，投资行为仍属理性。今年政策支持力度最强的是银行业，银行业经营情况迅速好转，银行股亦得到资金的明显流入，但仍然属于理性范围。而且银行股定价提高，对正准备上市的或将要上市的大型银行相当有利，银行股的投资行为必然会得到监管机构的支持。另外，最近国务院发布《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》，立即得到市场响应。总体来说，围绕国家产业政策进行投资的行为比较多，而类似 2000 年以前的恶性炒作比较少，说明现在的市场状况仍然是理性和良好的。

最后，中国银行的成功发行有效克服了市场对大型股票发行的恐惧。中国银行的发行不但带来大量的新增资金参加认购，而且由于对中国银行业发展前景的憧憬，其也会为二级市场吸引大量新增资金，这说明优质企业的上市可以产生有效的吸引增量资金的效应。这将给其他大型企业，如中国石油、工商银行等的上市起到良好的示范作用，只要管理者继续大力拓宽资金来源，达到资金供应速度和融资速度的平衡，市场长足发展应该不是奢望。

总的来说，目前市场已经经受住了中国银行发行的考验，市场的强势不仅表明它接受了大股票发行的事实，而且也说明国内市场已经恢复了缺失的融资功能。市场已经从不正常的状态中走了出来，接下来是面临融资和投资双向扩容的大发展阶段，其中正蕴藏着大量的投资机会。

（原文标题为《市场上涨基础扎实》 2006－07－04）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也谈产业整合

前段时间中国证券市场有件事情值得重视，就是宝钢举牌邯钢，而邯钢以不超过7亿股增持回应宝钢举牌，这标志证券市场真正意义上的并购重组有可能展开。产业整合可以利用资本市场来进行，现在的市场已经具备并购重组条件。值得注意的是，宝钢的视野中除邯钢外，还把莱钢股份、G广钢、G马钢、G八一、G安钢、G酒钢、G济钢和南钢股份也纳入投资范围，从中石油、中石化等收购子公司的大潮起步，到进一步以宝钢为代表的横向收购出现，标志着利用资本市场进行产业整合正式拉开序幕，而我们的资本市场随着功能不断完善而变得越来越精彩。

股权分置改革为产业整合提供了基础。随着股权分置改革的推进和相关并购法规的逐步完善，阻碍上市公司并购市场大发展的障碍正在逐步扫除，中国的并购市场也因此正在发生质的变化。

首先股权分置改革使非流通股逐步流通，通过二级市场收购有了实现的可能，同时通过全流通的市场化运作，打破了中国一直以来行政垄断的现状，降低了重组并购的交易成本，让产业投资与股权投资和二级市场收购有了结合起来的基础。

中国"小而全"的上市公司现状，以及尚未高估的股价给并购提供了一个很好的基础。从动因上来说，股权分置改革只是企业并购以及行业整合的外因和催化剂，而产业过剩的结构性调整和国有经济战略性调整需求才是并购特别是行业整合根本的原因。同时对国有企业实施战略性兼并重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组也是实现国有经济布局战略调整的重要举措。为此政府鼓励企业通过兼并重组推进产业的集中化，国家政策支持世界级大企业在钢铁、水泥、工程机械等产能过剩或技术水平落后的传统行业进行并购重组，而国有上市公司资产重组是实现产业结构调整和优化的根本途径。虽然股指从最低点已经上涨了60%，但股票的价格只是从一个过分低估的水平，回到一个相对合理的水平而已，很多企业的重置成本仍然大于市值，并未高估的股价为并购提供了一个很好的基础。

外资大规模进入的趋势加速了中国产业的整合。随着全球资金流动性的增强以及人民币升值效应，国内上市公司对外资的吸引力日益增大，外资的活跃也带动了国内行业内部企业的整合。

相关配套法规的出台使得上市公司重组并购的方法更加多样化，如上市公司可以通过定向增发的形式，实现整体上市（比如G上港）；也允许上市公司通过换股形式进行资产重组，为中国石化对上海石化、石炼化进行股改提供条件。宝钢可以通过二级市场收购邯钢股票，配合国有股权转让，实现行业重组。中石化、中石油、中铝对下属企业的整合已经开始，并一定会继续推行下去。而换股操作为中石化整合上海石化、石炼化、仪征化纤提供了良好方式，而中铝对山铝、兰铝的整合，可能以中铝“海归”的形式完成。境外资本的加速进入推动了概念企业的整合速度。

实际控制权的争夺也给市场提供了很大的机会。企业进行兼并收购的一个重要原因就是取得实际控制权，而实际控制权的争夺即收购和反收购将有助于促使股价提升。对于收购方而言，通常希望谋求企业控制权，并购溢价一般超出市价的20%～30%，而且并购的溢价将助推相关股票股价上扬，因此行业并购重组将给重组类个股甚至整个板块带来新的投资机会。目标公司生产水平得到改善后，价值会得到提升，而行业整体整合后，行业的估值也会整体提升。如果被收购方不甘愿被收购，实施反收购，即母公司可能会采取提高买价购买上市公司的股份从而迫使收购方放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

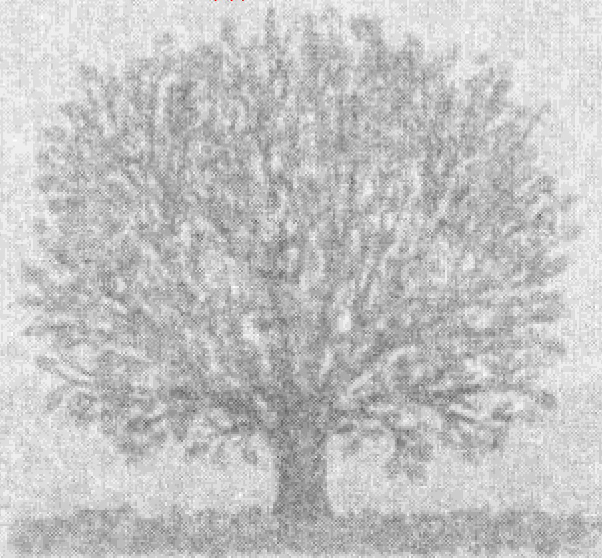
弃收购，或者迫使买方出更高的价，这都可以推高二级股票市场的价格。可以说实际控制权的争夺给市场提供了很大的机会，国外已经出现的因并购而获得财富故事也将会在国内不断涌现。

随着产业整合大幕的逐渐拉开，我们相信资本市场将开始发挥它应有的功能，这样资本市场在国民经济中的地位就会迅速提升，投资中国资本市场的投资行为就赋予了更深层次的意义。

（原文标题为《产业整合拉开大幕》 2006－07－11）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分　股市是一个大考场

（2006.7～2007.7）

股市是一个社会的缩影，散户们就是生活在这个社会最底层的人。为了一些消息、内幕，忙里忙外，而最后却不一定能赚到多少钱，有的时候甚至把命都赔在里面。当然，山外青山楼外楼，在股市这个社会里，你永远不知道谁是真正的大哥。即使那些坐庄的人，也不知道哪天会不会被对手拉下水，被散户拉下船。水能载舟，亦能覆舟。于是，大家都在抢一样东西，一个武器，这个武器不是钱。在股市这个社会里，你唯一的武器就是手里的筹码。筹码越多，越有分量。

——李大霄



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006年6月份IPO重启，中工国际作为第一单，首日受到市场热烈追捧，涨幅达到惊人的332%。接着，中国银行、工商银行、大秦铁路等大盘股相继上市，考验A股。另一方面，基金、QFII获批，新增资金开始建仓，居民的储蓄也开始向股市分流，受资金推动市值不断刷新。股市从最低1612点上升至最高4335点，翻了2.7倍，在不断调整中经历了一年的牛市。

然而，期间中国经济也凸显出“投资增长过快、货币信贷投放过多、外贸顺差过大”的矛盾，流动性泛滥。中央银行连续三次上调法定存款准备金率和存贷款基准利率，力图控制流动性过剩的局面。

当人们为IPO和从紧的货币政策担忧时，李大霄提醒投资者不要忘记积极因素的存在，市场上涨的基础扎实。要在密集发新股阶段和休养生息阶段采取不同的交易策略。

当股市出现明显的“二八”现象时，李大霄告诫投资者要严格控制仓位，抛售高估值的股票。前阶段是流通股享受了对价，而后阶段是非流通股享受对价的时候，过分高估的股票正是“摘熟苹果”的季节了。

当市场一步步接近疯狂的时候，李大霄提醒我们市场整体低估值的基础已经不复存在。现在上涨的动力除了来自贸易顺差带来的流动性泛滥，还有居民储蓄存款的分流。在收紧流动性的政策环境下，以前单边运行的方式可能产生变化，投资者要重视股市的阶段性和结构性调整。

5·30事件，上证指数单日下跌6.5%，李大霄希望投资者对市场要怀有敬畏之心，不要想驾驭市场，市场走势会逐渐趋于理性。

似乎市场又在一步步验证李大霄的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客观看待利空因素

最近市场受到来自各方的压力不小，主要是大秦铁路 150 亿元融资、国航 27 亿股的融资、工商银行 A + H 同步发行的预期，还有上调存款准备金率对市场的影响等。市场因此出现了比较大的震荡，投资者心态普遍不稳，对下阶段的判断也出现了比较大的分歧。我认为在分析利空因素对市场不利影响的同时，也不要忽视了积极因素的存在。

上调存款准备金率可以收紧流动性是不争的事实，但是其目的主要是针对当前经济运行中存在的固定资产投资增长过快、货币信贷投放过多、对外贸易顺差过大等问题，并非针对股市，这样对股市的影响相对有限。

我们现在仍然处于流动性泛滥的状态，而且现在的利率水平仍然处于低位，股票对于场外资金的吸引力仍然比较大，还有支持扩大直接融资的提法，也表明了央行的态度。由此可以推理，存款准备金率的微调并不会改变股票市场运行的方向。

对于大秦铁路和国航的发行，从融资额度的角度看，比中国银行要小，影响相应地也会小一些。由于国家的需要，工商银行的发行在所难免，期望不发行上市或者推迟发行是部分投资者一厢情愿的想法。

但是正因为还有多家工商银行这样的大银行和大企业还没有发行，于是同样有投资者得出国家政策对市场的扶持仍很坚定的结论。所以，不能简单地认为发大盘股是管理者认为市场处于高位。

发行股票是一个正常的市场行为。当股票发行价格比较吸引融资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，融资行为就比较旺盛，这是市场的必然规律。问题的关键是我们往往因为不理性的炒新习惯导致过高的融资吸引力。由此我们不得不对多年以来的非理性炒新行为进行反省。

在加速扩容和收紧流动性的大环境下，市场的运行方式可能发生变化，我们需在夹缝中寻找投资机会。上半年是单边市，下阶段在扩容和宏观调控的影响下，可能改变单边市的运行态势，震荡的区间可能加大。

但从管理者长期发展的思路推测，融资者和投资者的双向扩容是可以预见的必然选择。只要有关方面继续大力拓展资金来源，达到资金供应速度和融资速度的平衡发展应该不是奢望。

密集发新股阶段和休养生息阶段投资者应有不同的应对策略。首先，有能力进行波段操作的投资者可以采用在密集发新股时进行新股认购，非密集发行阶段才进行二级市场操作。这个方法适合有灵活操作习惯的投资人。其次是采用选择品种应对策略，在密集发行阶段适当回避流动性良好的品种，锁定筹码比较好的品种进行操作，而在休养生息阶段可以考虑流动性良好品种反弹操作。最后，在市场波动时，仍然可以采用买进持有成长股的策略，毕竟市场已经发生了本质的变化，投资的基础仍然存在。

下阶段仍然存在几个促进市场活跃的重要因素。第一，如果放开部分板块的涨跌幅限制，可能起到活跃市场的作用；第二，推动股指期货的举措将为市场增添活力；第三，将要实施的融资融券制度也将促进市场的活跃；第四，T+0 的交易方式如果恢复或者部分恢复，也是活跃市场的重要工具；第五，借鉴国外成熟市场的经验，税收政策对资本市场的支持还有很大的空间，值得深入研究。

总的来说，投资者要客观看待市场的震荡，客观判断利空因素对市场的影响。在新股狂热的时候保持冷静，而在市场恐慌的时候不要非理性抛售，同时还要有应对现阶段的市场特点的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毕竟市场并没有出现高度泡沫，监管者并没有发出对市场不利的信号，几个促进市场活跃的重要因素正在推动。更为重要的是，证券市场承担的众多任务还远没有完成，政策对证券市场的支持远没有到终点。

（2006－07－26）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一半是火焰，一半是海水

中国内地股市规模迭创历史新高。11 月 16 日上海证券交易所市价总值首次达到 50912.82 亿元，连续两个交易日突破 5 万亿元。至此，沪深两地总市值创下 6.51 万亿元的历史新高，占 GDP 比重超过 46%，市值成长的速度已经超过香港，有望成为全球市值成长最快的地区，股票市场的发展迅速迈开了大步，但是在一片繁荣的背景下，也出现了分化的迹象。

热点纷纭、分化明显

如自 8 月 8 日以来，地产指数从不足 500 点开始上涨，3 个月时间涨幅达到 37.4%。同期，行业龙头万科 A 涨幅超过了 60%，而华侨城、招商地产两大品牌地产商的股票，涨幅超过了 75%。

银行股的表现更是令人目不暇接。招商银行一马当先，浦发银行、民生银行和深发展等都有非常良好的表现，从而拉动大盘，特别是 11 月 16 日，工行和中行大幅上涨，中行还一度出现涨停，上证指数大涨 50 点，美中不足的是，当天仅是工行和中行的上涨对上证综指的贡献就达到约 30 点，而当日的股指上涨仅为 18.61 点。这证明在繁荣的背后，股票分化是相当明显。热门的大盘股在不断上涨，但是冷门小盘股却在不断下跌，二八现象表现得淋漓尽致。

投资者的收益分化也在加大。近期有 30661 人参加了网上调查。数据显示，投资者亏损比例为 40.53%，其余 59.07% 的投资者盈利，其中盈利 30% 以下的占 32.38%，盈利 30% ~ 60% 占 14.35%，盈利 60% ~

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

100%占6.93%，盈利超过100%占5.82%。从以上数据看出，在机构投资者取得丰厚收益的同时，不同的投资者的收益情况分化也是相当明显的。

背离的原因何在?

现在大盘的背离越来越明显，这到底是什么原因引起的呢？这是投资者既困惑又感兴趣的话题，只有搞清楚这种现象产生的原因，才可以深入探索行情的本质，并找到适应现阶段特点的操作方法。

是受到将要推出的股指期货影响吗？因为股指期货的搏弈需要，造成对标的品种控制权的争夺，这样必然引起指数股的上涨，这似乎是引起背离现象的其中一个理由。可是再深入地进行分析一下，标的品种的争夺虽然是必要的，但是标的品种的数量是丰富的，也是足够多的，股指没有必要这样连续地急剧拔高。还有股指期货的运行方向是双向的，这彻底改变了以往单一方向的思维习惯，随着做空机制的引入，空方强大的市场力量会自动调节标的品种到合理水平。

是指数基金的影响吗？随着众多指数基金的不断增多，被动式的指数化投资资金不断进入，也相对增加了对指数股的需要，从而推高了指数股的股价，这个推测也有一定的道理。但我们冷静地进行分析，不难发现今年新增的指数基金不少，但是新增的指数股票数量也不少，而且今后待发行的新增指数股队伍更加庞大，所以这个理由似乎也很难完全解释这种现象的产生。

是其他衍生工具的预期作用吗？衍生工具的作用是可以使大盘股的需求增加，如将要出现的权证品种，可以推动大盘股上涨，但是权证既有认购权证，也有认沽权证，并不一定使得标的证券向单一方向运行，何况现在只是小范围在推广中，并不能解释大范围大股票全面起动的现实。

是融资融券业务的原因吗？如果先推出融资业务，是可以使得大盘股票增加需求而上涨，这是大盘股上涨的一个原因，但是现在融资业务并没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有推出，也不能进行完美解释。而且融券业务并不能使得目标股票上涨，如果以后融资和融券业务同时推出，是可以使大盘股活跃并准确定价，但这也只是使得大盘股针对小盘股出现相对溢价而并不能促使股票单方面上涨。

是价值回归吗？成熟市场中大盘蓝筹股容易得到更多的关注，而小股票却往往不被重视，这是向市场成熟进步的体现。这种解释相对理性，也比较容易让人接受，但如果只是从这个解释出发，推断出这波蓝筹股票行情仅仅是价值回归的结论，那么投资者容易受到冲动的惩罚。因为大盘蓝筹股的价值年初就已经存在，但年初大家都去投资上涨速度更快的成长股，在现在成长股票过高的价格的比较下，才转到相对低的价值股票，这个解释可能更加切合实际。

有什么应对措施？

分化是事实，如何有效应对才是最重要的。

到底仓位的控制还是品种的选择，哪一种才是控制风险最有效的手段呢？这个问题值得我们认真思考。现在大家都去买基金，以致机构化的特征比较明显。对于股票基金经理而言，有最低股票仓位的限制，所以利用仓位控制风险的空间有限，而通过选择相对更低估值的大盘股来控制风险更具操作性，这也是二八现象越来越明显的一个比较隐蔽的原因。而不希望踏空的个人投资者也只有模仿机构的这一做法，留二而弃八。

我们回想起“五朵金花”时代，二八现象是不得以而为之的无奈，是资金不足的明显表现，不一定能长期维持。

对于可以对股票和资金进行自由调节的投资者，就简单很多，随着手中各类资产表现得越来越充分，份额配置比例越来越少是最安全的操作方法，只不过采用这种方法的投资人需要拥有非常宽广的胸怀。

行情表面上是极其强势，但分化的现象也是极为明显，还有一种可能是分化到了极点时出现逆转。这种状态下形成的亏损是比较隐蔽，应该重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视。在去年年中我提出播种的时候，要有狮子般的勇气，而随着指数越来越高，人像冰山一样越来越冷静，总比像火山般越来越激动要安全一些，在风险市场往往比的是耐力而不是爆发力。

总的来说，中国的证券市场将步入市场化改革时代，多层次资本市场加速推进，股票供应在加快满足需求，股票并不会稀缺，以后寻找到更有价值的投资机会仍然存在。我坚定地认为，仓位的控制才是风险控制最有效的手段！前阶段是流通股享受了对价，而后阶段是非流通股享受对价的时候。

(2006－11－20)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存银行不如买银行？

中国的资本市场发展速度惊人，随着一大批的大企业上市和市场的迅猛上涨，市值增加了二倍，达到 GDP 的 50%。在情形一片大好的时候，也存在一些问题，比如出现了整体跌停的情况，还有市场对存在的一些问题有不一样的认识，有必要在这里提出以做探讨。

第一，存银行不如买银行？

首先，存在银行的资金，万一银行倒闭，是可以给小额存户给予赔偿，而且在银行没有倒闭的时候本金是保证的，还有固定利息收入。而购买银行股票的市值是波动的，虽然我们国家的银行倒闭可能性比较小，但万一银行倒闭是拿不回本金的，这是存在一点点区别的，而这点区别应该让储户充分认识。曾经是 6 元多的全球第一大市值银行的股票现在只有 4 元多，6 元放在银行一年利息就有 0. 15 元（含税），而该股票今年可能只分几分钱（含税）。买银行和存银行的一点点区别已经初步显现。“存银行不如买基金”也是同样的道理。

第二，赚取差价还是领取红利？

股票市场参与者的目的是为了赚钱，但很多人没有认真考虑一个问题，我们从那里赚钱？赚钱的渠道有两个，其一赚取差价，来源是其他投资者的资金，其二领取红利，来源是上市公司的分红。现在市场上更多人关注的是前者，研究交易技术兴趣也要远大于研究后者的兴趣，如果大家都是抱同一目的，市场就容易变成一个交易技术大比赛的场所了。真正健

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

康的市场，应该是由后者来支撑，这才是长期发展的唯一坚实基础。

第三，赢家是谁？

市场是由投资者和融资者组成，谁是最终赢家？在股改前的十几年市场发展过程中，由于过度地偏向融资者，赢家并非投资者。本人认为，一个健康的市场，应该是以取得投资者和融资者利益平衡为目标，而不是过度偏向其中一方。现在的市场气氛逐渐乐观，市场市盈率达 37 倍，新股融资市盈率也达 20～30 倍或者更高，甚至还会出现 90 倍市盈率、8 倍市净率发行的股票，而它们上市后上升幅度更大。有心者可以思考一下，如果这样的情况延续，这次的赢家又是谁？今年新进来的投资者成为赢家的几率又有多少？

第四，股票价格水平离上次高位尚有很大距离？

前一阶段市场比较乐观，甚至存在 3000 点是历史底部的观点，其中的理由是我们离上次高点的股票价格水平还有很大的距离，上次的市场市盈率是 66 倍，我们现在的市盈率是 37 倍！但是，我们只要认真思考一下，经过五年刻骨铭心的教育，假如市盈率再到 66 倍时卖给谁呢？动员投资者“在泡沫中享受”是不太合适的。假如认为有泡沫，是不是应该提醒投资者回避才是比较正确的呢？现在是本来应该很清楚的事情反而有点混沌。

第五，奥运会就等于上涨？

今年购买股票者的一大理由是，明年是奥运会，奥运会就等于上涨，所以现在购买等到奥运会卖出这是比较普遍的推理。我也是希望奥运会时上涨，能够增加国民的信心，更加显现大国地位和风范，这是一个非常完美的设想。但是，再深入地想一下，大家都想在奥运会时找买家，那么届时购买者的理由又是如何？要等到下一次奥运会就比较长了。证券市场和历史事件有时不一定是完全吻合的，我们观察一下，香港同胞在 1997 年的经历，就是一个证券市场和历史事件有时不一定完全吻合的案例，起码

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能给我们购买时作一些参考，我们有没有做好有万一不吻合时的应对措施？

第六，暴跌影响全球股市是"大国崛起"？

一个市场出现了暴跌，应该认真分析问题产生的原因，但我们看到认真分析原因的少，反而出现了"全球影响力在提升"的舆论，这好像并不是应对危机的处理思路。股票暴跌应该是对存在问题的反映，既然已经出现了股票暴跌，我们是否在乐观之余，还应该对我们的一些做法进行反思，投资者是否也要对被自己忽视掉的风险重新重视起来？

第七，怎样善待投资者？

对待投资者，存在两种思路，其一，认为他们是无穷无尽的，应该尽可能去开发；其二，认为他们是有限度的，应该合理开发注意保护。资本市场的发展，离不开投资者的支持，如何善待投资者，将是一个涉及我们国家的资本市场长期健康稳定发展的大事，而我所看到的一些做法，在利益的驱动下，更多的是倾向前者。

（原文标题为《当前市场七个问题的探讨》 2007－03－01）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学会主动适应资本市场

虽然中国资本市场经过大的变革后，股权结构已取得突破性的进展，银行上市的问题也得到顺利解决，市场规模快速扩大，市场结构也发生巨大变化，市场发展势头良好，但我国资本市场的现状，与我们社会发展的现实需要相比仍然存在巨大差距，下阶段改革的步伐可能还要加大。完善市场功能、提高市场效率有可能成为下阶段的工作重点，而研究这些改革所带来的市场变化就显得尤为迫切。

第一，市场规模扩大对投资品种的质量有更高的要求

随着特大型股票的成功发行和上市，市场的规模限制被成功突破，A 股市场将容纳更多的大型股票。股票将变得不再稀缺，这样就会导致质地不好的股票的流动性将向质地好的股票转移，存量股票的流动性向增量优质股票转移，非指数股的流动性向指数股转移；投资型资金向蓝筹转移，投机型资金因为衍生工具的导入也向蓝筹聚集。由于大型股票的权重较大，大盘股票控制大盘指数的时代已经到来。另外，随着股票数量的增加，壳资源的价值会随之下降，香港市场垃圾股不受到重视的情况也有可能会在 A 股市场发生。所以对投资品种的质量就有更高的要求。

第二，逐步全流通是从来没有遇到过的全新市场环境

研究股票全流通后市场环境变化和市场主体的行为变化，将是一个全新的课题。其实中国证券市场建立时设计分置的股权结构，事实上是对融资者有利的结构，国内市场一直以来能够维持比国外新兴市场要高的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是佐证。虽然股改已经取得决定性的胜利，但事实上，到今天全流通的工作只不过是刚刚开始起步，是留守还是逃脱的问题考验着每一个解放了的持股者，以往只是流通股股东艰苦思考的问题，现在摆在了众多刚解放的新富者身上。财富的诱惑是强大的，随着小非减持渐渐增加，大非的减持渐渐变得不再稀奇，他们的动向是我们密切观察的风向标。而全流通的市场设计将使得市场规模迅速扩大，流通市值的扩大速度也是非常快的，今年是突发性的增长，明年则是开放式的增长，而这是一个从来没有遇到过的全新市场环境。

第三，双向运行市场模式将加速定价的合理化进程

培育市场化的资本市场运行机制将改变市场单边运行模式。以前并没有建立稳定的市场机制，只有单边运行模式，市场的波动相对较大，而且单向的运行模式只有单向的利益，就会形成单向的运行方向，一直到高度泡沫爆破时才改变方向。更加明显的例子是市场大量存在的是多方的声音，而少空方的位置，空方将受到全国人民的一致讨伐。另一个明显的现象就是推荐的股票多，建议卖出的股票少。随着双向交易机制的导入，赢利模式改为双向，市场的自动调节功能就会启动，从而起到稳定市场的作用。这是一个巨大的改变，将深刻改变我们的投资习惯和思维模式。双向交易机制的建立，将加速定价的合理化进程，定价将更加准确。一系列金融创新如备兑权证和融券制度等都能够有效地实现这些功能。

第四，股指期货的引入增加波动性机会

股指期货在今年引入应该是没有悬念，研究由此而带来的变化就尤为必要。首先由于套利的要求使得证券市场定价功能得以发挥，定价将更加准确。另外一个功能就是使得大资金能够实现风险管理的要求。最终，银行的金融产品就拥有了一个强大的工具，这样更大的资金通道就得以打开。虽然这是长远的前景，但这是一个非常巨大的需求，而由此产生的需求也使得市场的资金来源得到拓宽。另外，一直以来的趋势投资，由于短

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期波动性的增加，从而使投资者更加注重波动性投资，市场的震荡频率也可能加大，而由此带来的震荡机会也在增加。还有控制指数的大型股票的波动机会也在增加。

第五，多层次市场的建立将有效理顺股票价格体系

多层次市场的加速建立，一直是国九条的目标之一，而在今年将会加速推进。在一个成熟市场中，市场层次非常丰富，有主板市场，有创业板市场，有场外柜台交易系统（OTCBB）市场和粉单市场 Pink Sheets 等，它们的市场地位差别非常明显，股票价格差别也同样明显。这给各种风险偏好的投资者提供了广阔的天地，而各个市场的上市条件也是有非常大的差别，这也给不同的公司提供了更多样的上市选择，一大批未能满足主板上市条件的公司就能够实现融资需求。随着国内多层次市场政策的逐渐推进，创业板有望建立，三板市场也将扩大和提高效率，股票价格在各个市场的排列会变得非常分明，价格体系的理顺就成为可能，这对于应该归类在合适市场的股票有非常强烈的股价重新定位的要求。

第六，推进股票发行制度改革将会提高市场的效率

第七，改变新股的计入指数方法会对市场指数产生反作用

我们曾经采用了全世界独一无二的计算方法，就是新股上市当天计入指数，这是因为规则的制定者希望有一个上升的指数来促进市场繁荣，从而达到增加市场吸引力的目的，同时满足扩容的需要。这在以前确实起到很大的作用，因为研究指数是好多市场人士指导投资的重要工作，指数的上升起到了增加市场信心、吸引场外资金的作用。而近段市场的表现可能超出了管理者的预期，再采用老方法会使得在火热的市场中，每只新股上市都起到火上浇油的效果，所以稍微改变了以前夸张的方法，这种改革虽然和成熟市场尚有差距，但已经是一个巨大的进步。由于这种改革也许不会在市场低迷时再倒退回去，因此对市场的影响也是深刻的。重要的是现在的新股受到过度的追捧，由此产生泡沫在消退

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的过程中会对市场指数产生反作用。

第八，市场整体估值水平决定运行方式产生变化

今年市场整体低估的基础已经不复存在，整体估值已经不能带来上涨的动力，现在上涨的动力除了来自贸易顺差带来的流动性泛滥，还有居民储蓄存款的分流。在收紧流动性的政策环境下，中和泛滥的流动性就成为可能。所以以前单边运行的方式可能产生变化。去年资金增加的速度要比股票增加的速度更快，而在今年存量扩容和增量扩容的大环境下，股票增加的速度与资金增加的速度就可能平衡，甚至不排除股票增加速度大于资金增加速度的情况发生。更加重要的是，在部分板块已经出现了泡沫的基础上，避免由此而产生的风险就尤为必要。虽然如此，今年阶段性和结构性机会依然丰富，而买点的选择显得特别关键。

在股票市场中能够适应变化的投资者容易成功，以上的八大变化很值得我们思考该如何去应对。从更高的层面来观察，我国证券市场的股权分置改革完成后，随着银行上市的基本完成，市场将步入市场化改革时代。市场会加速扩大规模，市值结构大型化，市场定价更加准确，市场从卖方向买方慢慢转化。前阶段是流通股股东享受了对价，下阶段将是由非流通股股东享受对价的时候了。市场将接受市场化的考验，投资理念日趋成熟，投资取向蓝筹化，市场会在风险的教育下慢慢走向成熟。以后的市场向市场化、规范化、国际化的模式转变，阶段性和结构性的机会要远大于整体性的机会，对风险的控制投资者要更加重视。

（原文标题为《2007：资本市场将发生八大变化》 2007－03－02）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市和熊市的回忆

中国的证券市场从 20 世纪 90 年代至今已经 18 个年头了，其中经历了从 1996 年到 2001 年 5 年的最长的牛市和 2001 年至今最长的熊市。大部分投资者都是在牛市开始涉足股市，现在回顾起来，几次的牛市中是多么令人激动，而过去 5 年的熊市又是多么令人失望，而现在的牛市，从深度和广度来说，已经超过了历史上的任何一次。人们在牛市和熊市是有不同的表现，笔者在此回忆一下供各位读者参考。

话题

在 5 年的熊市中，不论是同学聚会、朋友聚会、家庭探访，大家都回避一个同样话题——股票，如果席间有哪个冒失之人提出，一定会受到冷遇，谁炒股就好像落伍了，而在 2005 年出现的“远离股票，远离毒品”的口号是一个极端的反映，股票投资者被列入十大危险职业也是一个心态的表现。

在牛市中，时过境迁，现在同样的集会，都会涉及一个话题——股票，而且讲者及听者都是那么投入，如果现在还没有入市，就显得落伍了。大家都忙于投资，是现在危险还是 2005 年危险的问题，已经没有人有兴趣深究了。

联系

在 5 年的熊市中，接到的电话、邮件、短信很少，内容也是摄影、艺术、人生等，证券从业员的名片很少能发得出去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而在牛市中，接到的电话、邮件、短信数量渐渐增多，内容涉及股票的渐渐增多，其他内容渐渐减少，证券从业员的名片的用量也大增起来了。

目标

在5年的熊市中，由于亏损效应，很多人的勇气和信心在慢慢地消失，投资收益要求也慢慢回归理性，收益只有2%的货币式基金也在不可思议地膨胀，大部分的股票价格只有从前的十分之一或者二十分之一，大家却对这些极低价格极高收益的股票视而不见。

而现在，如果有人说，我一年赚了10%，一定会有很多人不屑一顾。每年一倍不是神话，十倍、二十倍的神话天天都有报道，对货币式基金仍有兴趣的人也大减。而好多股票在以上升了十倍或者二十倍的价格在交易，好多人也渐渐忘记股票涨幅已高这一事实。

电视和报纸

在熊市中，好多电视台取消了部分证券栏目，证券报纸因需要多元化经营，而开设彩票栏目。有些栏目是以“如何解套”作为宣传，很多人看股评节目不是以崇拜的目光，而是代之以嘲笑的眼神，更多的人连看一眼的兴趣都不存在。

在牛市中，由于观众的需要，传媒纷纷开设证券栏目，观众的目光也渐渐聚集起来了，股票类报纸的销量也大增。

现场股评大会

在熊市中，开股评会是需要勇气的，“有没有人来听”是每一个主办方所担心的问题，请谁来演讲也是组织者非常认真考虑的事情，没有一定重量级的大师出场的报告往往听者寥寥。

而现在的报告会经常出现席地而座的盛况，时间往往要延长很多，气氛更是大相径庭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

招聘

在熊市中，“在证券公司上班”是一件不光彩的事情，证券公司的员工一般不愿公开自己的职业，常常只是勉强地说“搞金融的”，从业人员羞于表明身份，是多么可悲之事。更加明显的是，在熊市中，不要说看到证券类的招聘广告，因为全国三分之二的证券公司要重组，公司不倒闭已经是万幸。

而在牛市中，“我在证券公司上班”又是一个多么令人羡慕的事情，现在证券公司的“诚聘英才”的招聘广告铺天盖地。

思考

人性的弱点永远如此，从众心理是本能，是最少阻力的行动，试想，有多少个团体能容纳不同意见者？大部分的人被训练成为意见一致者，在强大的证券市场面前人显得是多么弱小。这也是各个国家的股市在牛市狂热中吸引了大部分人的参与，而在熊市里几乎是伤害到大部分的投资者的主要原因。在股票这个专门针对人性弱点设计的游戏中，不从众的反向操作是步入成功的少数人的一个渠道，当然，这需要勇气、意志和一点点淡泊，而这区区的一点淡泊只有少极数人才能做得到。

(2007－03－23)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市是一个大考场

经国务院批准，自2007年5月30日起，财政部开始调整证券（股票）交易印花税税率，由现行1‰调整为3‰。这是继2005年下调证券交易印花税税率后又一次大的调整。在央行宏观调控“三招并用”打出“组合拳”后，政府再次出手抑制股市过热，政策信号十分明显。那么，近期连续攻城拔寨的股市热度是否会因此降温？该怎样看待这一举措的市场效果？为此，记者采访了著名证券专家东莞证券首席分析师李大霄先生。

调控信号十分明确

记者：自从2006年上半年以来，中国股市保持快速增长，投资者热情高涨，开户数持续增长。伴随着股市走高、交易量攀升，证券交易印花税也在迅速增长。但是5月30日财政部突然调整证券交易印花税，您认为提高印花税有何意义？

李大霄：提高印花税已经表明监管层对于控制股市过热的坚定态度。在结构性高估特征明显的市场，这样的措施将对过高的估值泡沫形成直接打击，市场将会迎来阶段性调整行情。调高印花税可以引导投资者降低交易频率，从而延长持股时间，对稳定市场有一定的意义。

记者：您觉得未来股市大体是一个什么样的走势呢？

李大霄：现在的市场是不错，投资行为越来越理性。相比提高准备金率等措施，调整证券（股票）交易印花税税率会对股市产生更直接的影响。一部分投资者因为交易成本的升高而放弃频繁买卖股票，投机行为得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到有效抑制。从长期来看，这有利于股市的健康发展。

对市场要怀敬畏之心

记者：你对股市深有研究，对股民也格外关注。你觉得中国股民有哪些特性？

李大霄：股市里面什么样的人都有，各种各样。股市是一个社会的缩影，散户们就是生活在这个社会最底层的人。为了一些消息，一些内幕，忙里忙外，而最后却不一定能赚到多少钱，有的时候甚至把命都赔在里面。当然，山外青山楼外楼，股市这个社会里，你永远不知道谁是真正的大哥。即使那些坐庄的人，也不知道哪天会不会被对手拉下水，被散户拉下船，水能载舟，亦能覆舟。于是，大家都在抢一样东西，一个武器，这个武器不是钱。在股市这个社会里，你唯一的武器就是手里的筹码。筹码越多，越有分量。

不过，现在大部分的人都是非理性的。理性的投资人很少，这需要逐渐磨炼，慢慢把自己的人性修炼得好一点。股市是一个综合能力的毕业大考场，你的勇气，你的贪婪，你的欲望，你的见识，你的道德，只要你成功了，你才算毕业。没有毕业，那你就继续努力。

记者：你对股民有什么建议？或者说如何成为一个理性的投资者？

李大霄：股市是个难以把握的领域。你走到里面去了，你就发现自己多么的无助、渺小。我认为，人对市场应该有敬畏心理。尊重市场，承认现实，吸收对自己有用的东西，不断调整自己与市场的定位，追求自己与市场的协调，永不做市场的先行者，而只做市场的追随者。永远对市场怀有敬畏之心，永远不要想驾驭市场。

市场自由化是股市健康标志

记者：好的制度可以让坏人变成好人，不好的制度也可以让好人变成坏人。从国内外的经验来看，中国应该有一个什么样的好制度才能很好保护中小投资者的利益，您能不能给国家的制度安排上提一点建议？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李大霄：投资者的利益跟融资者的利益如何摆放好是关键。如何平衡这两者的关系是管理层应该考虑的事情。如果投资者买的股票都很贵，对于投资者来说就不是好事情。判断一个股市的健康与否，一是看它的投资性是否占比较大的比例，因为买方和卖方是相互依存的，完全是市场自由化的；二是看是否优化配置资源，只有优化配置资源的股市才是健康的股市！什么是优化配置资源？就是好公司可以得到大量股权融资，坏公司资产黯然退出股市而“壳”被优质资产注入。什么是好公司？就是高效率生产、满足社会旺盛需求的公司，具有真实、优异的财务报表。坏公司呢？不是生产效率低下，就是产品没有社会需求。资本市场，其实就这么简单。

记者：有国内研究机构指出，2006 年的中国和 1982 年的日本十分相似，在本币升值期间，物价和利率却下滑：宏观经济增长方面，2001～2005 中国 GDP 平均增速为 9.4%，1977～1981 年日本 GDP 平均增速为 9.2%；两个国家都在这一时期逐步步入货币升值周期。人民币升值 2005 年迈出第一步，日元 1982 年开始升值周期。因此，中国的经济以及股市可能在重演“日本故事”，是否如此？

李大霄：投机的疯狂程度有点相似，但是两个国家的发展、股市的行情不一样。首先，两国的海外市场投资以及海外投资进入国内的自由度不一样。现在中国的海外投资以及海外投资进入本国的自由度要弱于当时的日本，这使得中国国内要面临更严重的流动性过剩问题。

其次，中国现在的经济发展阶段与 20 世纪 80 年代日本经济发展状况不同，日本的股市泡沫泛起时，日本已经完成了经济的高速发展，而中国目前还处于经济高速发展的过程中。

第三，两国股市的上市公司构成不同，日本的企业上市基本上是市场选择的结果，而中国的上市公司，相当一部分都是非市场化的产物。

（2007－06－09）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于 QDII

中国证监会近期发布《实施合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》，对可开展 QDII 试点机构的准人条件作出明确规定，主要包括基金公司净资产不少于 2 亿元人民币，最近一个季度末资产管理规模不少于 200 亿元人民币或等值外汇资产，以及证券公司净资本不低于 8 亿元人民币，在最近一个季度末资产管理规模不少于 20 亿元人民币或等值外汇资产等。而伴随着 QDII 新政的出台，投资人对这个新政策的影响还没有充分的理解，存在忽视和恐慌两种心态，反映在市场也是出现大幅震荡，因此在这种情况下探讨新政策对市场的影响十分必要。

关于 QDII 对市场的影响我们要认真研究，《办法》的出台更多地表明国内政策环境日益放开，这使国内基金公司、券商大规模参与国际竞争成为可能，也令国内居民海外投资的渠道进一步拓宽。但投资相关 QDII 产品与投资国内产品不同的是，投资 QDII 除了投资者在 QDII 产品设计、人员配备、资金募集、熟悉境外法律制度等环节须“做足功课”之外，还必须考虑到外管局审批等与国内产品完全不同的报批流程，以及国内投资者的参与程度。而最终决定 QDII 产品前景的最现实挑战莫过于：国内机构到底在 A 股市场赚钱容易，还是在境外市场赚钱容易？所以，开始的规模是很有限的，由此引起的立即的大规模恐慌也没有根据。

但是，内地与香港的股价差距却实实在在摆在每一个投资者的眼前，为什么以前 A 股市场能够长期维持高价格？我们观察一下两地 IPO 的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就能够看出一些问题，想像一下中国石油一元多的发行价格，到现在回归的价格，中国平安在香港发行时数元的价格和 A 股 33.8 元的价格，就知道以前 A 股价格的居于高位是有存在的基础，从市场各方的利益来分析，这种情形并不会在短时间内消除。

值得关注的是现在好象态度已经发生了改变，香港金融管理局总裁任志刚先生指出，未来若有需求，股票也可以在香港以人民币形式上市及买卖，中国香港特别行政区行政长官曾荫权先生日前接受媒体采访时也表示，支持有关香港和上海交易所彼此交易对方上市股票的提议，并称正在进行相关谈判。这样，香港方面存在这方面强烈需求背景，在回归十年这个有纪念价值的时点上，QDII 的出台就存在重要的基础。在市场机制的利益驱动下，市场各方考虑套利的声音和想法就多了起来。这种影响是长期而深远的，每个投资者都要重视起来。

所以，在这样的大环境中，比较独立的 A 股市场环境就不可避免地发生了变化，当然以前这种市场环境是很好地满足了融资者的利益需求，而现在这种从独立走向开放的环境下，习惯靠流动性支撑 A 股的股票投资者就不可以避免地对价格的基础进行思考，在鼓励高价格的政策已经发生改变的环境下，支撑高价格的基础就显得特别薄弱，这样价格的自然回归就存在可能性，投资者要给以高度的重视。

最后，投资 QDII 就一定赚钱？这个逻辑是否能够经得起历史的检验？境外市场股价是比 A 股市场价格要低，但它们也存在两个方向运动的历史记录，国内外的投资者的投资业绩同样也存在两种历史记录。虽然澳门赌王何鸿燊先生说香港股票没有泡沫，但毕竟他们现在也是处于历史高位区，我们当时是以一元多的价钱去香港卖，现在却要以十倍的价格再到香港去买，谁才是真正的赢家？还有在境外市场中，以为 20 倍市赢率就很安全的想法可能并不一定适合。在同样的风险市场中，永远保持高度警惕才是生存的首要基础，何况现在还不知道哪个市场的风险更大，也许只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经历过的投资者才能理解得更深刻。

现在 A 股市场整体低估的基础已经不复存在，整体估值已经不能带来上涨的动力，估值空间已经让位于政策空间，市场从估值博弈转为政策搏弈，在这种大环境下也许更应该重视风险管理。

（原文标题为《更应该重视风险管理》 2007－06－23）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数人正确还是少数？

中国人民银行6月20日公布了2007年第二季度全国城镇储户问卷调查综述，居民认为购买股票和基金最合算的比例快速提升，从第一季度的30.3%提高了近10个百分点，达40.2%，并成为居民的首选，改变了以往依次为储蓄、消费的习惯排序模式。股票和基金投资变成为大多数的人认为最合算的事情，这是首次出现情况，究竟我们市场的现状能否满足现在大多数人需求？大多数人的意见在这个时点是不是正确的呢？这值得大家认真思考。

第一，高股价市场发展思路并不利于投资者分享中国经济成长的成果。

市场应该高定价还是比较合理定价，才能达到让投资者分享中国经济成长成果之目的？其实这个思路一直以来都比较模糊，从以前“国企解困”到现在A股高定价的问题，都存在着认识的不统一，要达到该目的应该是让投资者进入的成本降低而不是抬高。A股市场现在的静态50倍的市盈率，理论上假设该公司不增长不衰退并神奇地存活够50年的话，投资者要等待50年才收回投资成本。同样，市场现在5倍市净率的意义在于，1元的净资产值要卖5元，这并不利于投资者分享中国经济成长的成果，倒是分享了投资者的成果。更大的问题是，现在新上市的股票高定价的迹象并未结束。

第二，上市公司的回报意识还有待加强。

是让投资者相互赚钱，还是让投资者赚上市公司的钱？我们观察一下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇丰银行，一年的息率超过4%，持有者可以安心地赚上市公司的钱，已经经过了几十年的历史检验。在A股市场，还是一个发展中的资本饥渴的状态，还处于不断融资的阶段，能够让投资者赚上市公司钱的目标公司还有待挖掘，还有待经过时间的检验。所以在这样的大环境下，投资者的主要目标放在赚其他投资者身上的钱的想法是可以理解的，很多人每天的注意点并不在上市公司，而是新股民的开户数，这就是这种心态的最佳证明。严重的问题是，被别人赚了钱的投资者还在想怎样赚上市公司的钱。

第三，在商业利益的驱动下保护投资者并非放在首位。

怎样善待投资者？对待投资者，存在两种思路，其一，认为他们是无穷无尽的，应该尽可能去开发；其二，认为他们是有限度的，应该合理开发注意保护。资本市场的发展，离不开投资者的支持，如何善待投资者，将是一个涉及我们国家的资本市场长期健康稳定发展的大事，而我所看到的一些做法，在利益和竞争的驱动下，更多的是倾向前者，认同后者的还有待提高。

第四，似是而非的口号容易误导经历不足的投资者。

有一些很诱惑的口号在很多投资者的心中扎根：如存银行不如买银行、奥运会就等于上涨、在泡沫中享受、大国崛起、黄金十年等，造就了40%的居民认为现在购买股票和基金最合算，在投资时也很放心。以上是有一丝存在的可能，但不能排除另外更大的一种可能性：买银行的风险比存银行大、奥运会和上涨也许没有必然联系、在泡沫中其实很危险、中国还是发展中国家、以往黄金二十年也有牛熊转换的历史记录。

第五，股票市场的特点可能有别于其他领域，赢家只是少数。

在好多领域，更多的是大部分人观点正确，如科学、公共道德等，但股票市场却有不同，它是一个专门针对人性弱点而设计的市场，市场的参与者是互为博弈者，中间还有交易成本的消耗，特别是当交易成本远超上市公司的回报时，赢家就不可避免地变为少数。这就是大部分人的观点不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一定是正确的重要原因，在过去十几年里这是事实，也可能在还没有发生根本改变前还成为事实。还有一个重要的理由是很多人都不喜欢被管理，如果大部分的人是对的，很多人就会放弃被管理的身份成为自由主义者，那么，谁还去工作呢？企业的盈利又从何谈起？

现在市场各方都将目光瞄准巨额的居民储蓄存款，都想对它们进行分流。虽然那里有 16 万亿看似庞大的数目，但很多人没有计算一下平均数，其实平均每个居民只有 1 万多元。而且我们的社会保障体系还非常薄弱，区区 1 万元还远不足以解决人生几大问题，所以，正确的政策制定思路也许是：如何分流才能让人们的 1 万元增加而不是减少，如何分流才能让人们更容易解决大问题而不是恰恰相反。

(2007－07－04)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

港股淘金别忘历史

QDII 的发行，吸引了好多内地投资者的目光，出现了港股的淘金热潮，香港市场也出现了千亿成交量，细价股和权证也炒得火热，大有复制 A 股市场之势，在此，尝试探讨一下两地市场的差别可能有些意义。

前面讲过，投资香港股票就一定赚钱？这个逻辑是否能够经得起历史的检验？香港市场是比 A 股市场价格要低，但毕竟香港市场现在也是处于历史高位区，我们当时是以一元多的价钱去香港卖，现在却要以十倍的价格再到香港去买，谁才是真正的赢家？还有在香港市场中，以为 20 倍市盈率就很安全的想法可能并不一定适合。

其次是香港市场的 IPO 市场化程度比较高，对国籍并没有作要求，它欢迎全世界的企业来上市，只要企业愿意，上市是来者不拒，多多益善。这是香港市场股票定价的根本区别。而 A 股至今为止还只是考虑游子回归（红筹股）的问题，外面大量的企业还未能所愿。如汇丰银行（中国）有限公司行长兼行政总裁翁富泽 2007 年 5 月 10 日透露，在政策允许下，汇丰有意以汇丰集团的形式在 A 股上市。还有东亚银行在法人银行开业后也表示正在积极争取 A 股上市，以成为首家在内地上市的外资银行。从他们的态度可以看出，如果 A 股市场也开放，A 股的数量可能就不是以千作为计算单位了。

再次香港市场上市公司股票数量是可以变化的，公司的股票可以是 1 亿股，也可以十并一变为 1000 万股，也可以一送十变为 10 亿股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，这样，经过几个来回，炒细价股票的人就遇到一个严肃问题是，往往是很难完成的原始积累却由大股东轻易完成了，最后还是乖乖地去买汇丰等蓝筹股票。香港的股票市场是有它自己的规则，只是内地的投资者接受过 A 股市场的政策风险教育，还没有接受过香港市场的市场风险教育而已。在香港，没有多少人像内地的投资者那样勇敢去炒细价股的。

香港的权证是真正意义上的权证，是可以由证券商自由制造出来的，每个股票的权证品种的数量可以无限，单个品种数量也可以非常可观，只要存在市场需求。所以，炒权证的香港人非常清楚，自己的钱永远没有无限供应的权证多，如果内地的投资者明白这点的话，勇敢度就有可能大幅度下降。A 股市场上的权证还只是数量有限的股改权证和可分离债权证，和香港市场的权证是有本质区别的，A 股中已经作废还有 0.1 元的钾肥权证现象，在香港市场可能很难出现。

更重要的是，香港更容易受到突发性影响从而拥有大的波动性。A 股市场的波动性比较大，在 5 月 30 日到 6 月 5 日 5 天时间下跌 20%，在 1996 年 12 月也出现过 3 个跌停的情况，但香港市场曾经出现的过情况比 A 股有过之而无不及，在 1987 年 10 月 19 日星期一晚上美国道－琼斯指数大幅下跌 508 点，10 月 20 日清晨，联交所主席李福兆咨询了财政司、金融司及证监专员后，宣布 10 月 20 日至 23 日股市及期市停市四天，10 月 26 日星期一，恒生指数开市后 15 分钟已跌去超过 650 点，全日下跌 1120.7 点，跌幅高达 33.33%，是有史以来全球最大单日跌幅。还有发生于 1997 年 7 月的亚洲金融危机的对港股影响的历史更是令人难以忘怀。

最后，究竟是 A 股向 H 股靠拢还是 H 股向 A 股靠拢？这个问题不仅仅考验内地的投资者，也同样考验着香港的投资者，不要忘记还有另外的可能性：A 股和 H 股都向更高的投资价值水平回归。在同样的风险市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，永远保持高度警惕才是投资者生存的首要基础，何况到现在为止还不知道哪个市场的风险更大，对这一点只有经历过的投资者才能理解得更深刻，所以港股淘金者在淘金时更重要的是不要忘记历史。

（2007－07－05）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分　风险控制更加重要

（2007.8～2007.11）

我们市场里的资金大部分刚刚从储蓄存款转移而来，这是风险存在的根源。而成熟市场大部分的资金是具备了风险承受能力的，这存在本质上的区别。我们现在的负利率状况，促使储蓄大规模转移到存在高风险的资产投资上，这种状态也许在资产价格波动出现时并不稳定。毕竟，事实上我们是用全世界最低风险承受能力的储蓄存款向全世界最高估值的资产转移。而很多宣传并没有正视这一事实。

——李大霄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短短的5个月，股市从最低3404点上升至6124点，再上涨了2720点。据交易所10月17日盘后公布的数据，沪市平均市盈率70倍，深市平均市盈率73倍。两市市净率达到6.82倍，远高于通常水平。

与此同时，美国次贷危机也在8月份全面爆发。全球市场出现动荡，流动性出现不足，几个央行纷纷向市场注入资金来补充。美股、欧股、恒生指数自10月份开始都出现了不同程度的下跌。

同期，央行再次连续三次上调法定存款准备金率和存贷款基准利率来应对国内日益严重的流动性危机。

10月中旬，当市场攻上6000点的时候，投资者包括众多的分析师、明星基金经理都在希冀8000点、10000点的到来。他们的理由依然是流动性过剩和投资者高涨的情绪。国际投资大师罗杰斯也表示，中国股市泡沫虽然在形成，但只要没有超过经济的增速，就不会恶化，仍具有投资价值。

而李大霄早在8月末就开始指出股市在目前高位运行下存在隐忧，宏观调控对市场必然会产生影响。

11月份当很多人还在指望“牛市下半程”的时候，李大霄坚定地提出A股长期估值顶部已经形成。现在上市公司的息率水平只有1.14%，一块钱净资产卖出6.82元价格的前提下，高估值状态投资的基础是否坚实?

实际上，牛市已经阶段性结束，熊市来临。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险控制更加重要

数据显示，5 月 14 日沪市总值为 13.1 万亿元、深市总值 3.7 万亿元，两市总市值达到 16.8 万亿元，流通市值达到 5.73 万亿元。两市静态市盈率已接近 50 倍，而如果按 2007 年第一季度业绩的四倍动态市盈率计算，约为 30 倍的水平，但是这种计算是以随后的三个季度都有第一季度同样的业绩水平为前提，而第一季度的业绩中，投资收益所占的比例相对较大。

而从另一个角度看，按一般的市场规律，随着市场规模的扩大，市盈率应该呈下降趋势，但现在恰恰相反，按现在的成交量推算，交易成本达到了 2.4% 的高位，已经超过了息率，也超过了静态收益率 2% 的水平。也就是说，现在的换手成本，已经超过了股票市场的静态投资回报。

另一个值得关注的是投资者的机构变化。今年以来，新投资者异常增多，今年第一季度新增 A 股账户开户总数已经超过以往任何一年的全年新增开户总数，而近期每天的开户数更是超过了 30 万，总开户数已经超过 9000 万户。而且，最根本的问题是，现在才开户的投资者，并非是为现在股票的投资价值所吸引，而是由于股票市场的暴利效应。

资金虽然在源源不断地流入，但股票供应也在不断增加。最近股票的发行速度明显提高，中信银行、交通银行先后上市，中海油、中移动等股票的回归，也将要摆上议事日程，这些红筹股的回归，反映了管理者调控市场的意图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，全流通时代双向运行的市场机制即将启动。我们即将推出股指期货，备兑权证和融券交易制度也在准备之中。全流通是在股东内部引进了空方力量，而双向运行的市场机制则从股票外部引进了空方力量，这两股力量的出现，将有效地改变单向运行模式，使得投资者和融资者的利益趋于平衡，也使得股票价格将趋于合理的水平。

此外，从加大了投资者教育的行动中，也可以观察出管理者对市场的担心。

从以上种种中，笔者得出初步结论：现在的市场估值已经偏高，上涨是由于暴利效应吸引了大量新增投资者资金推动所致，而他们的入场更推动了市场的繁荣，这是一个正循环。要改变这个局面，以往是由政策干预，现在的市场虽然已经渐渐从价值博弈转为了政策博弈，但市场的管理者已经越来越成熟，出台太生硬的打压措施可能性不大，而且市场化调控股票价格的手段也不断丰富，如股票发行的调控、审批新基金的调控、股指期货的推出等，还有银行违规资金的查处、操纵行为的查处、国有股的减持等等。

所以，总的来说，在高估值的阶段，已经存在调控股市的基础和需求，投资者需要更多地重视风险的控制。

(2007－05－15)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最疯狂的时候，一定要把股票卖给别人

现在股市可以用两个字来形容——“疯狂”，股民疯狂入市，股价疯狂上涨。但是在这个疯狂时期，股民们一定要冷静投资。对于入市股民，我有三点建议：

首先，对所投资的股票品种一定要要求更高，对公司情况、投资价值等研究要更深，选择高品质的股票来进行投资，即使被套了，过几年公司发展了，也能通过公司的发展和业绩的增长而化解投资风险；其次，对于价值投资者，要清楚自己手头投资的股票品种有无超过股票本身的价值，如果超过，就要考虑作一些减持；第三，对于趋势投资者，如果趋势有所变动，自己的投资策略也要随之变动。

此外，在投资结构上，理性的投资结构应该是金字塔式的，在 1000 点时投资的金额应该是最大的，4000 点的时候是最少的。但是现在一些股民却是利用借贷、抵押资产的形式入市，投资结构呈倒金字塔形式，这个结构并不科学。事实上，在这个时期应该是一个摘熟苹果的时期，更要考虑收获，而不是播种。

最后提醒一句，如果仍忍不住要去博一把，千万要记住，一定要把手中的股票卖给别人，不要自己接棒。

（2007－05－11）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高估值的七大隐忧

近段时间以来全球主要市场大幅波动，但A股市场却一枝独秀不断创出新高，其表现傲视全球。进入8月以来，大盘更是一路高歌猛进，就在本月28日，盘中一度攻上5200点，再创历史新高。俗话说，高处不胜寒。5000点的喜悦中，市场的风险也在慢慢积蓄。5000点以上，如何投资等成为摆在所有投资者面前的一个难题。我们市场独特之处何在？市场的风险又有哪些？我们来讨论市场存在的七大隐忧。

特殊的股东结构容易受到控制从而积聚风险。工商银行的在A股的总股本是3340亿股，但现在的实际流通是91亿股，只占总股本2.7%。中国石化的总股本是867亿股，实际流通是35亿，只占总股本4%。中国人寿的总股本是282亿，实际流通股本只有8亿，只占总股本3.2%。这样特殊的股票A股有不少而且还有增加之势，它们只需要影响极少数量的流通股价格，就可以影响股票的总市值，进而影响大盘指数。这种特殊的股东结构使得股东对股票的控制能力大大加强，这很容易影响市场，从而积聚风险。而且这种状况并没有改善的迹象，反而随着更加多特殊股票的出现日益明显。

由于上市公司红利回报水平的不足，一旦股价停止上涨风险就会凸现。A股市场目前股票价格高企，而上市公司息率水平只有1%左右，在印花税提高了2倍后，按今年上半年的成交量计算，是要付出6%的年交易成本，相对于升息后一年期的银行存款3.6%来说，现在的息率水平显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得吸引力不足，因此市场主要靠股指的上涨来维持人气，一旦上升停止，过高的交易成本将会造成亏损，进而新增的开户数就会减少。此外，由于息率的过分偏低，等待上市公司分红来取得回报就十分漫长，这对股票的持有者来说是一个巨大的心理考验。

资产注入只能化解部分风险并不能解决整体高估的现状。在市场规模非常小的时候，市场的高股价也许可以靠不断的资产注入来化解部分风险。但目前的市场相当于 GDP 总量的规模，以此来化解整体风险就变得非常困难，因为很难再找到另一个 GDP 总量的资产来进行重组，所以仅仅是把希望寄托在外力变化的投资选择，承担着过大的市场风险。

A 股市场的结构过于偏重银行股。A 股市场的市值结构比较独特，截止到 2007 年 7 月 19 日，银行股票的市值达 51905 亿，占 A 股总市值 25.9%，这还没有计算准备上市的建设银行、农业银行和大量的城市商业银行。

单边的市场机制容易积聚风险造成大的波动。A 股市场现在只有做多才能赚钱，单边市场内在机制决定了投资者的行为，这是市场容易产生高估的主要原因。一个完整的市场是买卖自由的，我们的市场现在只是买股票比较自由而且受到欢迎，沽空股票的机制还在长时间的研究之中，平衡不容易形成，市场一致向上的力量很容易把价格推到极高的高度，然后再转入下一个周期的循环。这不利于保护投资者的利益，建立双向的市场机制是改变这种状况的一个有效途径。

新股市场机制并不能消减泡沫反而不断增加泡沫。目前新股的价格奇高，30 倍市盈率发行成为常态，50 ~ 80 倍也不鲜见，新股认购的资金也已经达到 2 万亿，上市后上涨 100%、200% 甚至 300% 的情况并不觉得意外，而二级市场的投资者仍不畏惧奋勇接住再往上前进。这样，随着新股票源源不断地流入，市场规模的不断扩大并没有消减泡沫反而不断增加，这是风险的根源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A 股市场总体估值已经达到一个相对的高位。截止 2007 年 8 月 6 日，上海市场总市值达到 15.92 万亿，流通市值 4.63 万亿，平均市盈率 52.41 倍；深圳市场的市场总值达到 4.76 万亿，流通市值 2.40 万亿，平均市盈率 62.82 倍。两市平均市净率 5.7 倍，比较接近 2000 年 66 倍的市盈率水平和 6.09 倍的市净率水平。而 2000 年的股票价格水平，已经是一个高位，和境外市场比较的话，差距就更加大了，过大的反差会造成 A 股投资价值减少，同时宏观调控不断加强必然会对市场产生影响。

（原文标题为《高估值时代存在七大隐忧》 2007－08－29）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秋收了，摘熟苹果

知名证券分析师李大霄接听本报热线，建议投资者把握时机收获战果

“经过两年的耕作，现在已经到了收获的秋天，应把握时机‘摘熟苹果’。”昨日上午，知名证券分析师李大霄做客本报热线，为读者讲解当前股市的热点问题。李大霄认为，两年牛市，大盘从998点一路向上冲破5400点，很多投资者已经取得丰硕的成果，现在市场呈现高估值高风险的态势，收获的时机已经成熟了，后市操作应以稳健为主。

罕见风险应警惕

李大霄说，从市场的总体情况看，整体估值已处在较高水平。目前投资者应关注一些政策面的动向，政策面提示风险的频度和严厉程度开始加大，三大证券报均在头版以评论员文章的形式提示市场风险，甚至列举了1929年美国股灾，这种情况在18年来股市发展史上是非常罕见的。“5·30”大跌之前的政策面也在大力提示风险，这一点值得投资者警惕，近期在操作上应以减仓、谨慎为主。

昨日，很多个股大幅跳水。对此，李大霄认为，除了近期市场在高位，本身具有调整需求外，造成大盘调整压力的因素较多，如央行周四再次宣布提高存款准备金率，特别国债及央票的发行，以及建行、中海油等红筹股回归的速度加快等。这些都在资金面上对市场形成较大压力。

此次调整会渐进完成

他表示，近期热点有从蓝筹股向其他板块转移之势，但由于投资者在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“5·30”调整中已受到了狂炒垃圾股的教训，垃圾股近期再次被狂炒的可能性不大。综合分析，李大霄认为，此次调整将有别于“5·30”时的调整，不会以急跌的形式完成，而会随着红筹股回归、港股直通车及基金QDII推出等渐进完成。加上央行可能还会有一些紧缩流动性的政策出台，这些都会对市场产生调整压力。

绩差股应逢高出局

一位打进热线的读者表示，她目前持有安凯客车、四环生物和大秦铁路三只股票，前两只股票在“5·30”大跌被套牢后，至今没有像样的反弹，她担心市场一旦再次调整，股价又会继续下跌。李大霄建议，该投资者前两只股票并非绩优股，投机性较大。而大秦铁路相对较优质，但目前的风险仍在于估值过高。

更有一名持有ST金泰的投资者打进电话寻求操作建议。该股由于连续42个涨停板后又连续跌停引人关注。李大霄表示，重组股的风险较大，连续涨停后又连续跌停，投资者因恐慌情绪纷纷抛售，但这种恐慌情绪消除后应该会有所反弹，建议反弹后择机出局。

审慎看待“黄金10年”

许多股民来电，非常关注后市空间到底还有多大、“黄金十年”是否成立等问题。对此，李大霄发表了自己的看法。

问：身边的朋友都说今年大盘会涨到8000点，您认为可能吗？

李大霄：可能性较小，目前市场的整体市盈率已经在60倍左右，若指数继续上涨至8000点，整体市盈率将会达到100倍，也就是说投资者要在100年后才能收回投资成本，有多少投资者愿意这么做呢？理性的投资者应该是在市场被低估的时候买入，在被高估时卖出。

问：很多机构都认为未来10年会是证券市场的“黄金10年”，您对此有什么看法？

李大霄：我国证券市场经过18年发展后，从当初的低位到了目前的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高位，经历了几轮牛熊市的更迭，在这过程中亏钱的投资者可能还是要比赚钱的多。因此投资者对今后“黄金10年”的观点应保持审慎，如果盲目乐观，赚了指数不赚钱的现象仍将继续。

问：很多股民都在“5·30”调整中吃了亏，如何才能成为一名理性的投资者？

李大霄：首先要判断目前的价格是否值得投资，现在投资股市的年红利回报在1%左右，已经低于其他投资品种，如国债的年收益在4%～5%。目前投资者在品种的选择上应提高投资的安全性，但要做到理性也非易事，毕竟现在市场仍有着太多的诱惑。

（原文标题为《股市秋收“摘熟苹果”》 2007－09－08）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A 股长期估值顶部已经形成

A 股市值取得了突飞猛进的发展，但是，市场的估值也达到了世界的最高位。根据沪深交易所 10 月 17 日盘后公布的数据，沪市平均市盈率 70 倍，深市平均市盈率 73 倍。两市市净率达到 6.82 倍的高位，远高于通常水平。现在的问题是形成高估值推动力能否延续？我以为继续推升市场估值的动力已经不足，A 股长期估值的顶部有可能已经形成。

第一部分　特殊阶段采用对供应量的控制是形成高股价的原因。

当前“新兴加转轨”的特征突出，投资方的风险要比融资方大。

中国的资本市场在 18 年中，虽然发展速度惊人，但仍然还处于起步阶段，还要清醒地认识到我们是以国有经济成分转轨而来的市场结构，市场仍然存在运动员和裁判员的角色并未完全分开的事实，市场参与各方对真正的股东文化认识和理解可能还是一个漫长的过程。证券市场的本意应该是投资融资的场所，但由于理解的偏差，更多的人仍然理解为只是融资的场所，行为更多是偏向融资方而非投资方，而上市公司普遍存在的资本饥渴状态更使融资行为比回报重要很多。这样的大环境中，投资方的风险相对于融资方就明显加大了。

投资者对股票的无限供应特性估计不足。

到底是钞票多还是股票多？钞票的数量是有限的，钞票如果太多就会造成恶性通货膨胀，所以任何一个国家也不敢贸然发太多的钞票，但股票的数量是无限的，它没有控制通货膨胀的义务，所以在很多国家发行股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是受到欢迎的，他们的国民对待股票较为客观，所以企业也给予比较低的价格或比较高的回报来对应这种无限供应的特性。由于我们的A股市场还处在初级阶段，很多投资者刚刚接触，对股票的无限供应特性了解不够。要知道过高的价格是不能抵御一旦放开供应时的风险，因为我们A股市场并没有签订供应量的协议。

审批为主的市场供应不容易形成市场化的定价机制。

A股一直以来仍然是以审批为主要的发行模式，审批的节奏是调控市场的重要手段，发行的节奏是由管理者把握，发行时市场的合理价格水平就不容易由市场形成。成熟市场的市盈率水平是20倍以下，但我们发行时的市盈率水平就远高于此。由于供应阀门的非市场化，企业上市自由竞争的市场机制就不容易形成，而且二级市场双向交易机制没有建立，市场定价的功能就不可能完成，加上现在的散户投资者仍然占很大部分的比例，二级市场的价格就更加容易偏离，18年以来的证券市场的股价历史就是最好的证明。

特殊的股东结构容易抬高股票价格从而积聚风险。

总股本多，而实际的流通的股少，这样特殊的股票数量不少而且还有增加的态势，它们只需要发行极少数量的流通股，就可以抬高股票价格而制造出庞大的总市值，进而影响大盘指数。这种特殊的股东结构使得股东对股票的控制能力大大加强，这容易积聚风险。

单边的市场机制积聚风险容易造成大的波动。

A股市场现在只有做多才能赚钱，单边市场内在机制决定了投资者的行为，这是市场容易产生高估的主要原因。一个完整的市场是买卖自由的，我们的市场现在只是买股票比较自由，沽空股票的机制还在长时间的研究之中，平衡就不容易形成，市场一致向上的力量很容易把价格推到极高的高度，造成股票市场风险过大。问题的根源是我们到现在为止并没有推出平衡市场的规则，也许是监管者还没有深刻的认识，也许是担心负面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的影响，而合理股价是平衡投资者和融资者利益的根本保证，也是我们的证券市场长期稳定运行的基础。

第二部分 市场结构渐渐完善使极高估值长时间地失去了存在的基础。

市场结构基本完成也使得政策刺激市场的动力不再强烈。

以前 A 股票市场的弊端是市场的结构不完善，市场只能容纳小股票，不能容纳大股票，造成结构上的失衡。为了改变这种状况，我们使用了很多刺激市场活跃的方法，比如全世界独一无二的新股首日或者上市后短时间计入指数，造成指数的繁荣以便吸引储蓄资金。在指数的繁荣和获利效应驱动下，现在大股票的发行已经没有任何的问题，而且还有供不应求的表象，市场也成功地从小股票的市场变为大股票和小股票共存的市场，中石油上市后的 A 股市场总市值一度也达到 33 万亿，已经是 GDP 的 156%，再加上境外市场上市的股票，已经是 GDP 的 218%。我们观察一下美国市场，市值的历史极限是 160%。在这样超级庞大的市场规模下，再度用政策刺激市场的动力也不足了。

银行上市的的工作基本完成再度刺激市场动力没有之前强烈。

中国银行的改革“只能成功不能失败”，除了对汇金公司的注资和剥离不良资产等手段外，还需要一个的强大的资本市场来辅助完成改革，而这一任务在 2007 年基本完成，四大银行中已经有三大银行已经完成上市，大批的中小商业银行也大部分完成上市，银行类股票的市值也占到了整个 A 股市场的相当高位，当任务完成后，再度刺激资本市场来辅助银行上市的动力就没有之前强烈，这样再盼望采用政策手段刺激市场的可能性也就大幅减少。

市场自身调节机制将要建立促使估值水平趋于合理。

我们的市场原来肩负着各种功能，一直以来都希望高股价能实现这些功能，所以反向的交易机制一直没有建立。市场没有自身的平衡力量，只存在多方而没有空方的位置，在利益的驱动下，市场行为就不再理智，极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的估值水平记录就得以创造。可是我们观察到的情况是，政策已经发生了改变，长时间延迟的股指期货终于将要降临，市场自身调节机制将建立，空方第一次有了自己的地位，超过合理的高估值状态将给空方造成巨大的获利机会，多空双方力量将会有效改变市场使其达到平衡。在这样的背景下，现在过高估值水平趋于合理的可能性就加大大增加了。

市场结构渐渐完善使高估值长时间地失去了存在的基础。

现在的资本市场结构很不完善，重股轻债的思维习惯使得股票市场的规模远大于债券市场，高估值也就得以产生。但我们观察到发展债市的政策在发生改变，大力发展债券市场可能是今后发展资本市场的重要方向，短时间迅速发行大量债券将成为可能。现在债券市场中已经出现了收益率达到6%的债券，这对现在息率1%左右股票极高估值水平产生了挑战。另外资本市场结构不完善还表现在市场的单一性，主板市场异常繁荣，极高的估值水平吸引了大量企业的上市欲望，但主板的高门槛又将他们拒之门外，短时间数量的供求关系失衡造成了高估值的产生。我们看到代办股份转让市场试点正酝酿扩容，创业板的呼声日益高涨，一旦多层次资本市场的建设渐渐形成，不同发展水平的企业将迈进相对应的市场，这将从根本上改变供求失衡的状态，使得特殊时期产生的高估值长时间就失去了存在的基础。

打开国门促使A股估值水平将渐渐融入世界。

中国的国门打开后，和世界的联系日趋紧密，经济渐渐趋于全球化，资本市场的全球化趋势也不可避免。上市公司在境内外多个市场挂牌上市的案例不断增多，在境内外不同市场套利的渠道就不断增多，多个市场相互交易的可能性也在不断探讨。资金的相互进出渠道也在不断拓宽，虽然港股直通车暂缓，但QDII和QFII规模也在不断扩大。更加重要的是投资者对投资理念的互相学习，内地投资者的眼界在不断拓宽，会有越来越多的投资者发现，他们购买高估值股票的行为其实蕴藏着巨大的风险。由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

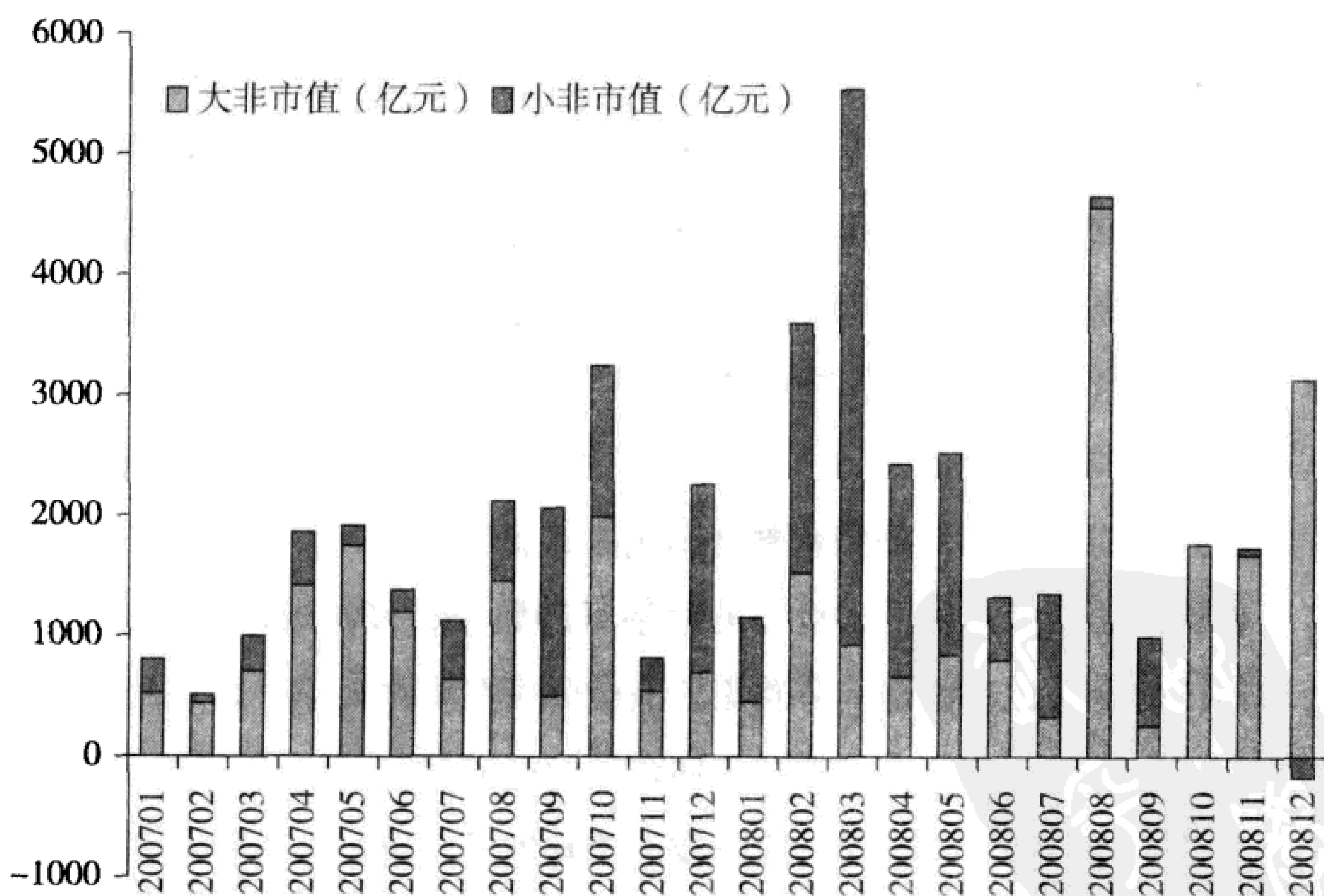
国门的打开不可逆转，A 股市场的估值水平将趋于合理，最终融入世界。

第三部分　回报水平不足和流通量增加等因素促使高估值回归不可避免。

上市公司红利回报水平不足，股价停止上涨的概率加大。

目前，市场的主要吸引力是靠市场的上升来维持人气，一旦停止上升，过高的交易成本将会造成亏损，进而就会减少新增的开户数。而且由于息率的过分偏低，等待上市公司分红来取得回报就十分漫长，这对股票的持有者来说是一个巨大的心理考验，这是风险存在的根本原因，也是高股价不能长时间维持的根本原因。而经过长时间的上涨后，阶段性停止上升的概率就加大了。

流通量的增加决定价格水平下降不可逆转。



受限制股份流通时间表

资料来源：wind、英大证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股改协议中，流通速度大量增加在 2007 年 10 月，突发性的增长在 2008 年，全面性的增长在 2009 年。2007 年全年的解禁股票数量是 1240.8 亿股，按现在的市值计算是 28476.4 万亿，占 11 月 16 号的的流通市值 81321 万亿的 35%，这还没有考虑庞大的红筹股的回归、新股 IPO 和老股再融资的数额。所以按照股改协议里流通速度的推断，高估值最有利的时机出现在 2007 年 10 月而不是往后。如果再考虑全流通发行的股票到期，股票数量就更加庞大，现阶段全流通体制下的大股票只发行 2%～3%，掩盖了大股票的本质，从理论上大股票 98% 也是拥有和 2% 的同样的权利，下阶段解禁的非流通股和全流通发行的未流通股的流通速度加快，这个进程不可逆转，会有效地促使估值的降低，高估值回归到合理水平也就不可逆转。

利率水平实质性的提高，不容易再提高估值而是相反。

从央行的口径和 CPI 的数据可以得出，利率实质性的提高的可能性比下降的可能性要大。虽然短时间利率的变动和股票价格趋势没有即时的联系，但资本逐利的特性决定了长期的规律，在利率过分偏低的时候，非常容易引起资产泡沫，在通胀的压力下利率不得不回到正常的状态时，资产泡沫的再度膨胀就失去了存在的基础。而在一个以年来计算的比较长时间段来观察，提高后的利率水平不利于资产泡沫的再度膨胀而是相反。

资产注入只能化解部分风险并不能解决整体高估的现状。

我们有一个比较普遍的支持高股价的理由，就是依靠不断的资产注入来降低市场风险。在市场规模非常小的时候，市场的高股价也许可以靠不断的资产注入来化解部分风险。但现在 A 股市值相当于一半 GDP 总量的规模，资产的注入化解部分股票的风险是可行的，但化解整体风险就变得非常困难，因为很难再找到另外两个 GDP 总量的资产来进行重组，所以把希望寄托在外力变化的投资就承担着过大的市场风险，这是可以比较确定的推断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奥运会等同于一定上涨的理由并不充分。

奥运会的建设是要提前多年的准备，反映在上市公司的业绩增加因素也已经体现或者部分体现，受益的也是局部而非全体，为了保证顺利召开，也许还要作一些人数限制等措施。另外就算是受益公司也不能估计太高，因为奥运会近年内只有一次。

境外市场的危机没有完全化解，对A股有向下拖动作用。

最近由于美国次级债的影响，全球市场出现动荡，流动性出现不足，央行纷纷向市场注入资金来补充。但次级债的大部分还没有到风险的暴露期，所以谈危机结束还为时尚早，更加重要的是，各大主要的金融机构如花旗和美林等纷纷换人，继任者必然会采取保守的策略，像以前大量利用衍生品来制造流动性的举动可能会得到一定的遏制。美国是中国第一大贸易国，如果美国的情况不能迅速好转，中国对美国出口下滑就变得不可避免，那么，主要由于顺差所得到的流动性过剩就会得到很大的缓解。

美国股市从10月开始也出现下跌，标普500指数从10月16日1576点下跌到11月12日1435点；欧洲股票市场也出现下跌，法兰克福指数从10月11日8054点下跌到11月16日的7612点；日经指数从2007年7月22日的18158点到2007年11月16日的15155点，下跌了16.54%。日元从6月22日124.14到11月12日已经变为109.12价位，也从另外一个侧面反映的大量创造流动性的套息交易者有平仓迹象。恒生指数也从10月30日的31958点下跌到11月16日的27608点。上述情况并未因为美国减息而扭转。而我们的主要股票大部分在香港市场上市，相互联系日益加强，境外市场的不稳定对A股向下拖动作用不可忽视。

(2007-11-19)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定行情的力量在哪里?

近半年以来 A 股市场的成交量出现了变化，从“5·30”的峰值 4165 亿，下降到 9 月份的 2400 亿，再下降到现在 1200 亿，下滑程度非常明显。

央视《经济半小时》调查显示：本轮牛市从 2006 年 11 月开始计算，亏了的人高达 69.55%，而赚了的人只有 22.1%；没有亏损的 30% 的人中，29.05% 的人收益回到了 2006 年年底，还有 22.46% 的人，收益水平回到了“5·30”以前。由此可以看出，“5·30”的政策调控后，散户投资者市值经历了大起大落。

那么市场的趋势将会如何？决定行情的力量在哪里？我们来讨论一下。

投资者的行为变化导致了成交量萎缩。很多人发现，前次千点大调整中基金的净值没有损失还在增长，投资者自叹不如，于是决定把资金交给基金，所以前段时间出现了让全世界的基金同行羡慕的购买基金狂潮，很多基金在购买时要限量和配售。基金公司从此告别了前几年在市场低迷、股价便宜时四处求卖基金的悲惨遭遇，在这千载难逢的大好机遇中，一边善意地提醒投资者注意风险，一边刻意地迅速扩大规模，在可以选择的品种比较少的情况下，蓝筹泡沫就此产生。正因为散户投资者的大量投降，成交量下降的趋势就产生了。

机构投资者挫折也导致了成交量萎缩。在蓝筹泡沫产生后，管理者加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大了股票的供应并暂停了新基金的发行，在短时间内改变了供求平衡。我们看一下股票的供应，继北京银行130亿元、建设银行出现了创造记录的580亿元、中海油服130亿元的IPO融资额之后，中国神华更加是创造新记录670亿元，而中国石油的发行和上市抽走的资金更是庞大，股票供应加速的速度是18年以来前所未有。这样，调整就不可避免地产生了，不到一个月时间，市场从6124点下跌到5032点，下跌了1092点，机构投资者也意外地遭遇了挫折，成交量的萎缩就进一步加剧了。

股票加速供应的情况什么时候改变，也许对我们研判短期行情有很大的帮助，现在我们看到的情况是，发行速度在近段时间内并没有减缓的迹象。

在基金的发行方面。经过千点追降后，在认为基金不会因为指数下跌而出现净值损失的基金投资人出现了困惑，热度有所下降，不再排队了，基金也不再限量出售，日前开始发行的南方隆元产业主题基金，首日销售近60亿元，一日售罄的盛况未再现，大家开始冷静，在重新思考基金的本义。其实，基金在除了中国以外任何一个国家中，都不用限量，也不用配售，只要你有钱。

现在状况是，经过了千点追降，管理者对基金发行调控已经出现了松动，但股票的发行并未减缓，机构在犹豫、股民在观望、基金投资者在彷徨，现在决定行情的其实是在彷徨中的广大基金投资者，申购还是赎回？投资者每天都在心中挣扎，当天平倾向于一方时，行情的方向就出来了。

我个人的理解是，我们市场里的资金大部分是刚刚从储蓄存款转移而来，这是风险存在的根源。成熟市场大部分的资金是具备了风险承受能力的，这存在本质上的区别。我们现在是用负利率的现实，促使储蓄大规模转移到高风险的资产，这种状态在资产价格波动出现时并不稳定。毕竟，事实上我们是用全世界最低风险承受能力的储蓄存款向全世界最高估值的资产转移。而很多宣传并没有正视事实。而在这个大规模的转移过程中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低风险承受能力者就应该引起足够的警惕。

需要思考的是，A股市场的股价高企，2007年10月的数据显示，上市公司的现在息率水平只有1.14%，在一块钱净资产卖出了6.82元价格的前提下，高估状态下投资的基础是否坚实？

流通量的加大对股价的长期影响也是很多人却不愿意面对。股改已经结束，好多人享受了支付的对价，却早忘记了当时协议中如何履行接受庞大的非流通股流通的责任。

一定不要忘记一个定律：世界上不存在免费的午餐。

“5·30”已经深刻地教育了股票者，表面上看来直接投资股票风险较大，基金就很安全。虽然这次行情的最后堡垒是基金投资者，他们发现两年以来随着时间的推移，基金净值在不断地增加，每一次的赎回都是错误，持有时间越长就赚越多，现在虽然净值出现10%~20%的减少，但他们还在耐心等待。不过，你们有没有想过，基金出现大跌也不是没有可能。届时，我们的机构准备好了吗？我们市场准备好了吗？我们准备好了吗？

（原文标题为《成交量萎缩显示上升动力不足基金投资者信心决定行情方向》 2007－11－26）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

防御工具首选现金

近段时间以来境外市场巨大波动，是 A 股近期调整的重要原因之一，而这种关联或将深化并对 A 股格局产生影响。

我们首先观察一下美国市场的情况，为了应付“9·11”后的股票泡沫爆破的危机，美联储将利率长时间维持在过低的的位置，虽然挽救了股票市场的危机，却以造就另外一个更加大的房地产泡沫为代价。而最近的次级按揭危机和新屋销售的下降，正是房地产泡沫后遗症，可能要一些时间来消化。还有包括中国在内的各个国家央行对美债的减持，也从侧面反映了美国市场的资金面已经没有前期充裕，这样，什么时候美国房地产的问题得到有效解决，由此引起的美股下跌的趋势什么时候得以停止，美国市场对全球股市影响才能减轻。

美国是中国第一大贸易国，如果美国的情况不能迅速好转，中国对美国出口下滑就不可避免，那么，由于顺差所引起的流动性过剩就会得到很大的缓解，A 股市场过度乐观的基础就会发生动摇。

美股由于美国次级债问题出现波动，流动性出现不足，几个央行纷纷向市场注入资金来补充，由于次级债的风险还未明显暴露，所以谈危机结束还为时尚早，更加重要的是，各大主要的金融机构如花旗和美林等纷纷换人，继任必然会采取保守式策略，而像以前大量利用衍生品来制造流动性的举动可能会得到一定的遏制。

美国股市从 10 月开始也出现下跌，标普 500 指数从 10 月 16 日 1576

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点下跌到11月12日1435点，欧洲股票市场也出现下跌，法兰克福指数从10月11日8054点下跌到11月16日的7612点，恒生指数也从10月30日的31958点下跌到11月16日的27608点。这种情况也并未因为美国减息而扭转。

日本市场情况更显弱势，据海外媒体报道，日本央行副行长武藤敏郎2007年7月4日公开表示，维持低利率过久，可能有损日本的经济增长。他说："假如货币政策的刺激作用开始增大，我们需要关注那些可能出现的风险。"他指出，维持利率过低"可能导致经济活动和通胀大幅波动，增加资本和资源配置扭曲的风险"。日本的利率变动触发套息交易者平仓是之后的一个大定时炸弹。而从6月22日美汇日元达到124.14的位置，到11月12日已经变为109.12，也从另外一个侧面反映创造大量流动性的套息交易者有平仓迹象。日经指数从2007年7月22日的18158点到2007年11月16日的15155点，下跌了16.54%，日本股市的弱势迹象，相对其他市场比较明显。

A股由于自身高估的原因，不可避免地进入了调整期，但境外市场的弱势，也明显地影响了市场。何况，境外市场已经出现了做空A股的基金，香港的高级官员已经多次提醒投资者注意风险，老牌投资者已经纷纷减持中资股的举动也影响了A股投资者的信心。而且，重要的是，在国内的其他领域已经出现流动性不足的情况。如深圳等城市的房地产市场出现成交量明显减少的迹象，上升得不可一世的普洱茶也出现了崩盘。

我以为，在各方面条件具备的时候要勇敢进攻，在条件还不具备的时候耐心等待，在条件完全不具备的时候就要积极防御了，而当前最好的防御工具首选现金。

（原文标题为《境外市场波动影响A股》 2007-12-03）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过度追捧银行股的风险

A 股市场里银行股比较受欢迎，在 2007 年高峰时，银行股的市值占 A 股总市值 25.9%。虽然随着中国石油的上市，银行股票的市值占比有所下降，但仍然占据重要位置，市场对银行股票拥有天然的乐观情绪。

这其中有没有隐含着市场的风险？而我们对银行股没有丝毫防备之心，这样的状况是否安全？

银行集中上市表明了现阶段政策对银行业的支持。

中国银行业的改革“只能成功不能失败”，除了汇金公司的注资和剥离不良资产等手段外，还需要通过上市来辅助完成改革，在我们现行审批制的上市体制下，银行股票的集中上市明显看到政策对它的倾斜，而这一上市任务在 2007 年基本完成，四大银行中已经有三大银行已经完成上市，大批的中小商业银行也大部分完成上市，银行类股票的市值也占到了整个 A 股市场的相当高的比例。

储户的利益应该重视，不可能每个人都是投资家。

中国拥有 17 万亿的巨额储蓄，很多人都想将之分流，但由于储户是处于人均 1 万多元的最微弱经济地位，为他们去争取权益的力量并不强大，长期处于负利率的状态就是一个证明，负利率的含义就是财富随着时间的推移渐渐减少。我们不能奢望数亿的储户都锻炼成为投资家，只有每个人都做好自己的工作，国家才能繁荣强大，如果大家都无心工作，整天担心自己的财富会渐渐减少，这并不利于社会和谐。可喜的是，我们听到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国人民银行行长助理易纲日前对境外媒体表示，中国希望实际利率水平保持为正，如果真实利率长期为负，对于经济发展是没有好处的。他说，“我们将努力使它大体为正”，曙光好像在出现。

高利差造成企业的资金成本过高并不利于实体经济的强大。

银行以存款利率支付给储户，企业拿到的资金却是加上利差后的贷款利率，而企业的资金成本的高低是企业发展的非常关键因素，过高的资金成本并不利于企业的生存和发展，那么，我们是长期向银行倾斜维持高利差，还是照顾一下生产企业的利益，是一个要深刻思考的战略问题。试想想，谁才是财富真正创造者？任何一个强大的国家都建立在一个强大的实体经济基础之上而没有其他取巧之道，所以生产企业的利益也应该得到保障，过高的资金成本不利于企业的成长。

在以后可能的不再过度倾斜的修正中就暴露出风险。

现在是靠高利差来支撑起银行业庞大的利润，我们拥有在世界范围内比较高的 340 个基点的利差也是一个证明。银行改革成功的进程渐渐接近尾声，当任务完成后，再盼望国家采用政策手段过度倾斜银行可能性也就大幅下降。对银行股票的政策溢价的期望值我们应该有所降低。

随着银行上市工作逐步完成，管理者也许会多考虑一下储户和生产企业的利益，随着这种认识的进一步深化，过度倾斜的银行业的政策取向也许有渐渐修正的可能。万一出现这种可能，而银行的中间业务又没有迅速成长起来的话，风险就暴露在对银行股票的过度追捧行为之中，因为我们银行的利润构成的现状是利差收入占比在 85% 以上。

让更多的人拥有财产性的收入的提法，也充分说明这个取向，在居民的财产收入现状中，利息的收入占主要，所以，储户的利益已经上升到政策高度了。随着对储户利益的重视，银行利益的不再过度倾斜就成为了可能。

因为这种政策调节只是特殊阶段的产物，并不具备长期性。从纵向比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较，340 个基点的利差建国以来少见，有力地证明此政策并不具备长期性；从横向比较，在全世界主要银行中也少见，也有力地证明此政策并不具备长期性，以一个短期的峰值评估出来的股价并不能经受时间的检验。

将要实施从紧的货币政策对银行股的影响凸现。

中央金融工作会议中提出要实施从紧的货币政策，这是多年以来首次出现，紧接着央行在 12 月 8 日宣布提高保证金率 1 个百分点，从紧的气氛初步显现。明年可能会采用总量控制的方法，也有可能采用季度额度控制的方法来调控全年的信贷投放节奏，这将有效改变银行以往年初就完成全年大部分额度的情况，业绩的超常规的增长就会放缓。更加有可能的是，随着特殊阶段的结束，政策不再向银行过度倾斜，不对称加息趋势在 2008 年有可能出现，银行股票的高估值也许就应该重新评估。

打开国门使得银行业的竞争不可避免。

由于银行业的特殊性，进入门槛是受到严格控制，现阶段具有垄断的特点，普遍存在的排队现象也是银行业竞争并不充分的最有力的证明。在没有充分竞争的基础上，行业的利润完全靠政策维系，现在整个国民经济中享有超然的地位，所以很多投资者对这个享有超然的地位的行业给予了过于乐观的预期，"存银行不如买银行"的宣传也误导了大量经验不足的投资者。虽然银行股是 A 股投资者的挚爱，其中也确实存在部分高增长的银行，但风险就凸现在整体的过度追捧之中。

随着直接融资的发展，中国银行业渐渐出现的"脱媒"趋势也不容忽视，而这个趋势所带来的业绩影响，还没有引起足够的重视。

虽然银行业在国内的垄断依然，但是一个不可以忽略的事实是，更加强大的国外对手已经悄然屹立在国内银行的周围，垄断长期将不复存在。

（原文标题为《过度追捧银行股风险凸现》 2007－12－09）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过度追捧航空股的风险

A 股股票市场的航空股票得到投资人的热烈追捧，股票价格比较可观，比在香港的 H 股票的差价大，这种情况是否合理？我认为航空业的前景值得期待，但是四个影响航空股票股价的因素如果不加以重视，风险也许在过度追捧之中凸现了。

首先，奥运因素是否应该夸大？

我们对航空股有一个美好的愿望就是今年的奥运会能够带来航空业的繁荣，进而我们给予航空股过于乐观的预期，这个从逻辑上好象是存在的。但认真分析，飞机的座位是固定的，不可能临时增加，航班数的增加也是有限的，这样，运输量的增加是否合乎想像就要打上一定的折扣了。而且，若干年内，奥运只有一次！

其次，人民币升值的因素是否应该用 PE 来估值？

航空股票受到追捧的另一大理由是人民币升值所致。因为人民币升值所带来巨额的收益，按照 A 股的平均估值，应该是高股价。这值得推敲。其一，人民币是否会永远升值？其二，把汇兑收益用 PE 来进行估值是否合理？笔者以为，汇率的变化是不确定的，这我们观察一下各种货币的历史变化就可以得知，变动是不确定的，并不一定是单向的，而且，其中的收益用 PE 来估值是否乐观了些？

再次，高油价的威胁不应该视而不见。

航空股以前非常惧怕高油价，但奇怪的是 A 股中的航空股好像不怕，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高股价和高油价并驾齐飞，108 美元的油价好像并未引起投资者的不重视。这并不是一个理性的现象。我们可以用套保来对冲短期的油价波动的损失，但我们有没有能力对冲比较长时间的高油价所带来的损失。因此，不应该对影响成本最大的因素视而不见。

最后，企业整合的作用应该理性看待。

航空股票的一大看点是整合能够提高效率，增加效益。是否如此？我们应该冷静地分析。其实，各位读者朋友所在的单位也许经过重组整合的也不少，也不见得全部是欢笑，见得更多的是泪水。所以，应该客观地看待重组和整合的效果，有可能更好，也有可能效果不佳。

我们可以观察其他国家的航空业的情况，再冷静观察一下我国的航空业业绩的历史，就有可能对现在的状况有更加客观的认识。

（原文标题为《过度追捧航空股风险凸现》 2008－03－13）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

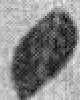


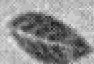
第四部分　比谁具有淡定从容的心态

（2007.12～2008.10）

回顾2007年，有些“苹果”，在年初最大，有些“苹果”，在年中最大，而有些“苹果”，却是在年终最甜。我认为摘下来享受一下也是不错，同时可以避免“5·30”、10月16日的风险。比较一下，各人都有不同的结果，有一些人苹果还在，也有一些人的苹果不见了。

——李大霄







全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次贷危机全面爆发，中国长期以来依赖投资和出口的经济模式开始受到冲击，贸易顺差开始走低。全世界主要股票市场在上涨了5年的前提下面临回调，A股市场也在高位面临重重压力。

另一方面，国际原油、原材料价格不断上涨、国内CPI、PPI高位运行，2008年上半年央行仍采取从紧的货币政策，宏观经济增速放缓。

解禁股流通速度自2007年10月大幅增长，随着时间的推移，加上IPO，股市流通量将越来越多。2007年底流通市值占总市值25%，2008年底流通市值占比可能要达到35%，而到了2009年底，则可能要超过60%。股市的供求关系正悄然发生改变。

当2007年底沪指收盘5261点时，很多机构都预测A股将继续在高估值下运行，创历史新高是必然的。然而李大霄从2008年年初就开始提醒投资者市场正从沸腾转向冷却，金融危机的大环境、从紧的货币政策、解禁的流通股压力都将使得市场的高估值无法持续。并且自2月份开始，李大霄就开始呼吁政府救市，大小非解禁和宏观调控的压力不容小视。

当所有人都对“奥运行情”充满希冀的时候，李大霄指出如果所有人都想在奥运会时找买家，那么届时购买者的理由又是如何？要等到下一次奥运会来临吗？实际上奥运因素已经提前反映了。当国家降低印花税率、证监会出台《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》限制大小非减持，大家都在动员抄底的时候，李大霄告诫投资者政策底不是真正的市场底，我们仍需等待，把握阶段性机会。

事实上，股市由最高6124点下探至最低1664点，缩水七成。

市场无情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市的支撑点

A 股市场一轮波澜壮阔的大牛市运行了 29 个月，上证指数从 2005 年 6 月 6 日的 998 点上涨到 2007 年 10 月 16 日 6124 点，上涨了 513%，市场总市值一度也达到 33 万亿，达到了 GDP 的 156%，再加上境外市场上市的股票，已经是 GDP 的 218%。而从高点至今，很多认为牛市仍在的投资者的市值损失已经比较大，由此带来的疑问是，牛市结束了没有？

细分一下构成牛市的组合，其一是因为估值提高，其二是在估值不变的情况下由于业绩增长而带了的股价上升。

关于估值，根据沪深交易所 10 月 17 日盘后公布的数据，沪市平均市盈率 70 倍，深市平均市盈率 73 倍，两市市净率达到 6.82 倍，这不仅是中国证券市场的高值，也是世界股票市场的高值，已经可以和日本股票市场和台湾股票市场泡沫崩溃前的高值相提并论了，因此其进一步抬高估值的可能性比估值回归的可能性要小得多。还有 2008 年的解禁股是 2007 年 11 月流通市值的 35%，2009 年则步入全流通时代，流通量的迅速增加将使估值回归不可避免。另外市场自身调节机制将要建立，这就促使估值水平趋于合理，市场结构渐渐完善也使高估值长时间地失去了存在的基础，打开国门的举措促使 A 股估值将渐渐融入世界，极高估值时代将长时间不复存在。

另外就只能把希望寄托在业绩的增长推动了牛市，从一个相当长的时间来看，这无疑是正确的理论，但从一个几年的周期来观察，事实又会和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论存在比较大的差异，比如说我们前面的熊市就存在和经济增长不同步的情况，所以要对此因素进行详细分析。

有一些观点说，2007 年的业绩增长 65%，用 PEG 方法证明，现在的高估值可以化解。其实，只要深入地思考一下，我们的 GDP 增长只是 11%，如果 65% 的业绩增长速度可以长期维持，企业的利润就可以最终和收入相等，前面的推导显得滑稽，所以长期维持 65% 的增长速度只能是一种善良的愿望。

比较平和的观点说，2007 年业绩增长 65%，2008 年的增长 30%，所以能够支撑 2008 年 30 倍的 PE。这个观点，看似挺有道理，但它没有考虑的因素是，2007 年 65% 的增长里面有 30% 是投资收益，在 2008 年如果市场未如理想，投资收益变负，2008 年的增长还是 30% 吗？30 倍的 PE 是底部，既经不起 18 年 A 股市场历史的检验，也经不起将来的检验，更经不起国际标准的检验。这只是一个虚拟增强投资者信心而已。

另外宏观调控的影响也许很多人都不够重视，明年将要实施从紧的货币政策，当要求银行按季度上报贷款总量，当考核政绩由 GDP 转为增加节能减排时，当第二套房以家庭作为计算单位，当王石老先生说“房地产的拐点确实已经出现”时，建立在对业绩的增长过高的预期之上就隐含了比较大的投资风险。

不可以忽视的一点是，美国的情况还未好转，出口的放缓不可避免。这样投资受到调控，出口受到影响，拉动内需最大的房地产出现拐点，支撑明年 30% 增长理由的预测基础就变得非常薄弱。

总的来说，牛市面临着巨大的考验，估值的下降速度在一段时间内要快于业绩的提升速度，在这个阶段中，牛市就有可能结束，当未来某个时刻，业绩的增长重新大于估值下降的速度时，牛市将重新降临，但，不是现在。

（原文标题为《牛市有可能阶段性结束》　2007－12－14）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赌经济还是赌政策？

现在主板股票的市净率是6.44倍，中小板的市净率8.94倍，中石油在香港13港元，在A股以48.6元开盘，现在仍在30元以上，A股市场的价格之高，已经是一个不争的事实。

从长期来观察，随着经济的增长，股票价格应该是上涨的概率比下跌的概率要大。但关键的问题是，在两年、一年或者更短时间内，股票价格水平会继续提高还是会降低？其中乐观者和谨慎者的理由又是如何？这才真正触动到每年换手5到10次的A股市场参与者的神经。

乐观派观点分析：人民币升值和经济增长继续推动股市繁荣。

第一，人民币升值不止必然会推动股票价格提高。

升值本身并不能够推动股票价格，因为是使用本币来购买以本币计量的资产，只能够把希望寄托在境外投资者，为求升值大量流入资金，从而推动股票价格。但是中国还是一个外汇管制非常严格的国家，实现此点存在一定的难度，因此这个理由并不充分。

就算这些资金神通广大，能够自由兑换，我们来分析一些自由兑换国家案例。从1999年以来，欧汇美元先从1.3变到0.8，再到接近1.5，但美国和欧洲股票市场在币值巨幅变动时，并没有表现出相反的走势却异常同步。这和升值必然会推动股票价格提高之观点存在比较大的反差。

再观察一下日本的情况，从2007年6月22日到2008年1月2日，美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇日元从 124 到 108 日元，但同期日经指数从 18200 下跌到 2008 年 4 号的 14691 点，也没有出现升值会推动股票价格提高的情况，所以根据升值预期就得出必然会上涨的结论就显得有些武断。而且在 2007 年人民币兑美元是升值了 5.59%，但同期兑欧元贬值了 6.31%，升值的幅度还有待考证，就算是升值对一揽子货币来说也是大打折扣，更不能得出升值和股价的必然联系。

第二，经济增长不止、大国崛起、中国人口红利等因素必然继续推动股票价格提高。

以上理由非常振奋人心鼓舞市场，经济发展必然推动股价的理论，从长期来看也许正确。但如果用此来研究短期的波动，就有像用建设美好社会的长期目标来指导年度和季度具体工作的味道了。再说没有任何一个人敢否认经济增长也存在周期波动的事实，也没有任何一个人在中国敢漠视宏观调控的威力，要不然可能会支付比较可观的学费，何况从紧的货币政策是多年以来首见。

还需要说明的是，股票市场的短期波动受到的影响因素众多，和经济增长的关联度也存在不少背离的历史事实。我们举一个简单的例子，2000 年到 2005 年，中国的经济也是增长很好的，大国也是在崛起的，中国人口也是有红利的，但为什么股票市场跌到了 998 点呢？这说明没有必然同步的逻辑关系。这些理由可能只是长期的利好因素，和短期走势并无密切联系。

第三，股权分置改革使往外掏变往里装、资产注入不停止必然推动股票价格提高。

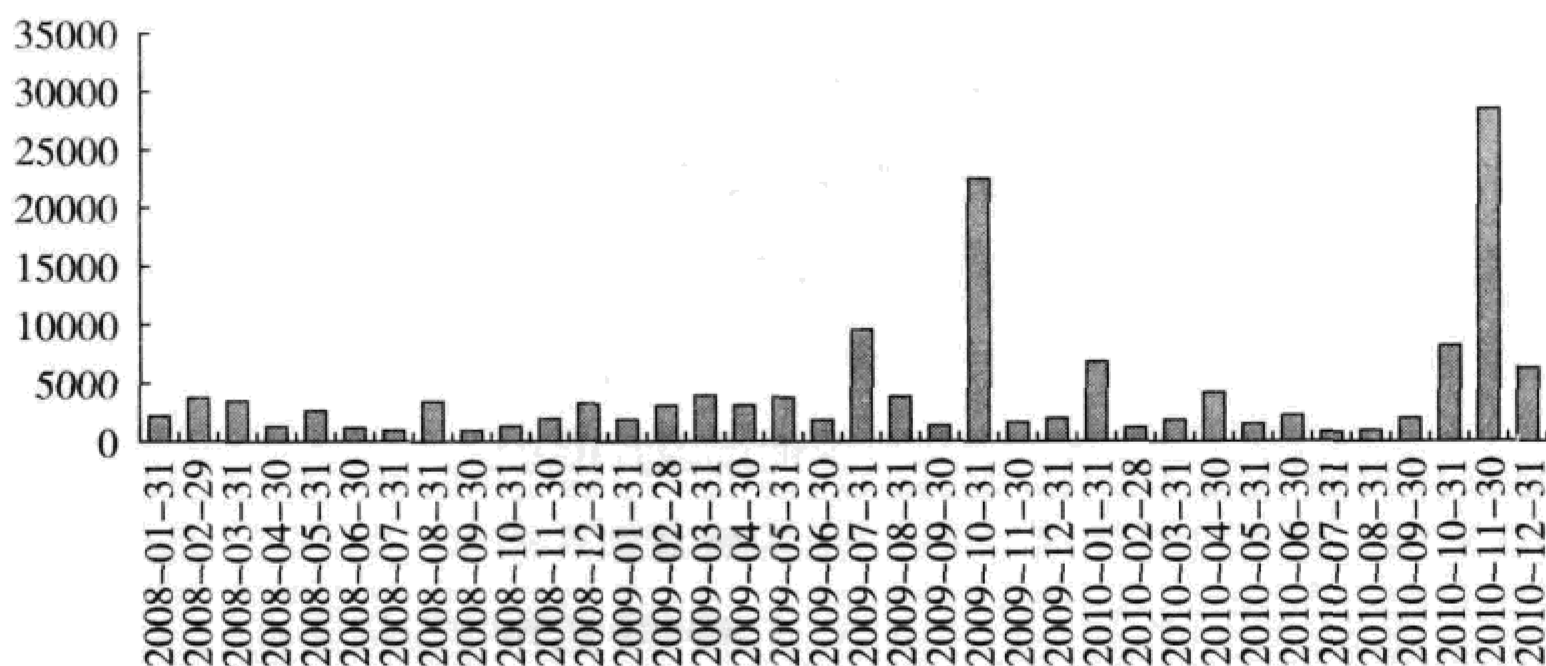
这个理由也好像有些道理，如果永远往里装的前提成立的话是可行的。但只要认真想一下，境外市场从来就不存在股权分置问题，也就是说一开始就改革好了，他们大股东为什么不永远往里装呢？他们为什么不是必然上涨？这好像也值得怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

央企中的资产注入股票在前段时间确实是涨幅巨大，市场寄予厚望，我们并不排除部分央企有资产注入的可能。但我们只要计算一下整体的情况，就可以推断出只能是个案。现在我们的 A 股市场总市值达到 33 万亿，已经是 GDP 的 156%，去哪里再找 1.56 倍 GDP 总量的未上市央企资产来注入呢？所以只能是局部机会，并非整体性机会，而且局外者非常难以把握。何况，央企为什么一定非要往里注入？这是在国内，央企进入 A 股自己上市并不存在任何难度。

谨慎方观点分析：供求关系的变化和从紧的货币政策不支持市场沸腾而趋于冷却。

第一，解禁股迅猛增长造成估值压力巨大。



2008～2010 年各月限售股解禁规模（单位：亿元）

资料来源：wind、英大证券

股改的协议中，解禁股流通速度将自 2007 年 10 月大幅增长，突发性的增长则在 2008 年，全面性的增长在 2009 年，因此高估值最有利的时机应出现在 2007 年 10 月而不是往后。2008 年的解禁股按现在的市值计算是 28476.4 万亿，而且随着时间的推移，加上 IPO 和解禁股，流通量将越来越多，2007 年底流通市值占总市值 25%，2008 年底流通市值占比可能要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到35%，而到了2009年底，则可能要超过60%。这将有效地改变供求关系，对股票估值的压力越来越大。在2008年中，年尾的压力比年头更甚，估值下降的趋势不可避免。

现在主板股票的市净率6.44倍、中小板的市净率8.94倍的现象，在历史的长河中，只能是昙花一现，1元现金只能换到0.155元或者0.112元资产的事情不可能长期存在。而随着流通量的慢慢增加，A股和H股的价格差距会慢慢缩小甚至反超，因为A股解禁后的流通量远比H股要多得多。只不过将要发生的事还没有发生，因而还没有引起人们足够的重视。

第二，实行从紧的货币政策和对利率水平的实质性提高抑制资产价格上涨。

央行在近日召开的2008年工作会议上指出，实行从紧的货币政策是从2003年以来持续多年的稳健的货币政策和2007年7月提出的稳中适度从紧货币政策向从紧的货币政策的转变，更加明确了未来宏观经济调控的政策导向，防止经济增长由偏快转为过热、防止物价由结构性上涨演变为明显的通货膨胀。在2008年将按季度或者月度来进行额度控制，这是从来没有过的措施，来得非常严厉并具有针对性。

在有效地进行数量上的收缩外，利率水平的实质性提高也是从紧措施的组成部分。此前负利率一直以来是支持多方有力的理由，但随着多次加息，利率水平已经大幅提高，而“把利率转正”一直是多个领导者在不同场合的表态，所以把负利率转为正利率的应该在今年实施。在利率偏低的时候，容易引起资产泡沫，而在利率水平大幅提高后，资产泡沫再进一步膨胀的基础就非常薄弱了。其实就按现在4.14%的利率水平来看，A股市场股票息率只有1.14%，支持长期维持其股价的理由并不充分。

美国现在在为数年前在过低的利率水平上停留时间过长而付出代价，希望中国不会，但经济规律却总是无情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，市场自身调节机制将要建立和市场结构渐渐完善促使估值水平趋于合理。

我们的市场原来肩负着各种功能，一直以来都希望高股价能实现这些功能，所以一直以来反向的交易机制一直没有建立。市场没有自身的平衡力量，只存在多方而没有空方的位置，在利益的驱动下，市场行为就不再理智，极高的估值水平记录就得以创造。可是我们观察到的情况是政策已经发生了改变，长时间延迟的股指期货终于将要在 2008 年降临，市场自身调节机制将建立，空方第一次有了自已的地位，超过合理的高估值状态将给空方造成巨大的获利机会，多空双方力量将会有效改变市场使其达到平衡。更为关键的是，此品种并没有数量的限制，管理者以往用数量限制来管理市场的惯常手段并不适用，吸收流动性的功效如何现还没法估算。

另外，多层次市场的建立也将有效改变供应状况，创业板在 2008 年将要成行，门槛会相应降低，数量应该会大大增加以满足需求。2008 年债券市场也面临大发展，新增加债券数量超过 3 万亿，会非常有效地吸收流动性。随着市场渐渐完善，产品就变得丰富多彩，在即将出现供应增加不再紧缺的大背景下，过高的估值水平趋于合理的可能性就大大增加了。

第四，打开国门促内地投资者的眼界在不断拓宽。

随着加入 WTO 和数次中美战略经济对话的展开，中国的国门也在渐渐打开，2008 年也可能会加大力度，中国和世界的联系日趋紧密，经济趋于全球化，资本市场的全球化趋势不可避免。随着上市公司在境内外多个市场挂牌上市的案例不断增多，在境内外不同市场套利的渠道就不断增多，多个市场相互交易的可能性也在不断探讨，中方允许符合条件的外商投资公司包括银行发行人民币计价的股票消息也在不断传出。还有资金相互进出的渠道也在不断拓宽，虽然港股直通车在 2008 年可能欲放未放，但在 2008 年 QDII 和 QFII 也在不断扩大规模。

更加重要的是内地投资者的眼界在不断拓宽，越来越多的投资者渐渐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走向成熟。他们会慢慢发现，QDII 购买比 A 股低得多的境外股票尚且亏损，A 股如果买在高位其实隐含着巨大的风险。中石油在香港 13 港元，A 股 30 元以上，甚至出现 48 元的不合理价格。国门的打开不可逆转，A 股市场过高估值水平将渐渐趋于合理也不可逆转。

2008 年国际和国内大环境促使 A 股市场从繁荣走向成熟。

2008 年投资环境影响不容忽视。投资者不仅要面对全世界主要股票市场已经上涨了 5 年的国际环境，还要面对上涨 500% 的 A 股市场本身的回调压力。在经济全球化的大背景下，2008 年的国际环境影响不可以忽视，除了受到高油价的威胁外，主要可能会受到美国的影响。美国在 2008 年继续面临房价下滑、次级债、就业等问题的困扰，如果美国经济继续下滑，那么中国出口增速将不可避免地回落。

而在国内 2008 年我们将直面宏观调控。从紧货币政策的影响将贯穿全年，中国的 GDP 增速将下滑，这样业绩的增长应该放缓。另外如果市场未如理想，占 2007 年业绩 30% 的投资收益对业绩的贡献也许是负面，这样，2007 年市场很多过于乐观的预期就可能难于实现。

随着时间的推移压力是越来越大。流通股票的供应速度从由证券管理部门控制，慢慢转为解禁股东的对后市的判断来控制，还转为大股东道义的基础上来控制，这是一个新鲜的博弈环境。而很多投资者把供应控制的希望建立在他人的道义基础上，其想法在证券市场里显得多么的不成熟，只能是类似童话中善良的愿望。随着供应压力的增加，估值有可能是渐渐回落的过程，而且随着时间的推移压力是越来越大。

2008 年市场仍然存在机会。阶段性和结构性的机会要远大于整体性的机会。市场反弹制造出操作空间，政策性变化创造市场机会，整体市场机会可能在 2007 年的估值高点以下产生。所以 2008 年的投资策略也许要从进攻转为防御，如何保护牛市的胜利果实可能是一个重要课题。特别对社会贡献大的投资者要注意保护自己，还有风险承受能力比较弱的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者也要引起高度重视。

从更高的层面来观察，我国证券市场的股权分置改革初步完成后，随着银行上市任务基本完成，市场将步入市场化改革时代，市场自身调节机制将要建立，市场结构渐渐完善，市场会加速扩大规模，市值结构大型化，市场定价更加准确，市场从卖方向买方慢慢转化，前阶段是流通股股东享受了对价，下阶段将是由非流通股股东享受对价的时候了。市场将接受市场化的考验，投资理念日趋成熟，投资取向蓝筹化，市场会在风险的教育下慢慢走向成熟。以后的市场向市场化、规范化、国际化的模式转变，在这个过程中要更加重视风险控制。

我以为，长期来看股票市场前景可以期待，但在这个时点，用1元钱存款去换主板0.155元或者中小板0.112元的股票净资产，这是否合算值得思量，而其中意味深长。

（原文标题为《2008年市场也许从沸腾转为冷却》 2008－01－09）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扩大流通股比重影响深远

2008 年全国证券期货监管工作会议于 1 月 16 日在北京新世纪日航饭店召开，部署了下一阶段资本市场改革发展九项工作重点，其中有一项关键内容，就是推动已上市公司扩大实际进入流通的股份比重，这有可能要改变原来的 A 股流通速度预期，将对 A 股市场产生重大而深远的影响。

首先我们观察一下扩大流通的股份比重的三个途径。

第一个途径，我们观察一下解禁股票的情况。

按股改革协议在坚定不移地在推进，流通股票在不断扩大，市场也就不可避免有了压力。按照股改协议，解禁股流通速度将自 2007 年 10 月大幅增长，突发性的增长则在 2008 年，全面性的增长在 2009 年，因此高估值最有利的时机应出现在 2007 年 10 月而不是往后。2008 年的解禁股按现在的市值计算是 28476.4 万亿，而且随着时间的推移，流通量将越来越多，2007 年底流通市值占总市值 25%，2008 年底流通市值占比可能要达到 35%，而到了 2009 年底，则可能要超过 60%。

如果要推动扩大比重，其中国家股票的动向值得密切观察。

第二个途径，观察一下再融资的情况。

我们以前因为总量控制的需要，IPO 的量要远大于再融资的数量，再融资是一件非常艰难的事情，但是，最近情况发生了巨大的变化，今年 1 月份以来，沪深两市的 11 家上市公司先后进行 A 股增发、配股，募集资金预计 151.51 亿元，已经创出历史新高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 月 21 日，中国平安再次开启融资“阀门”，拟公开增发不超过 12 亿股，同时拟发行分离交易可转债不超过 412 亿元，中国平安上述再融资方案最终实施，将成为 A 股市场最大笔再融资项目。据有关统计数据显示，目前已经实施的再融资项目最大笔金额为海通证券的 260 亿，但这些与中国平安的再融资规模来比均可谓“小巫见大巫”，以上周五的收盘价测算，中国平安公开增发募集资金额将达到约 1178 亿元，再加上 412 亿分离债募资额度，其再融资规模将接近 1600 亿元，这注定要创造再融资新记录。

第三个途径，IPO 的比例也发生了明显变化。

我们观察一下以前的情况，中国石油的总股本是 1830 亿股，但现在的实际流通 A 股是 30 亿 股，只占总股本 1.64%；工商银行的总股本是 3340 亿股，流通 A 股是 91 亿股，只占总股本 2.7%；中国石化的总股本是 867 亿股，实际流通 A 股是 35 亿，只占总股本 4%；中国人寿的总股本是 282 亿，实际流通股本只有 8 亿，只占总股本 3.2%。它们只需要发行极少数量的流通股，就可以抬高股票价格从而制造出庞大的总市值，辉煌的制造者将承担从辉煌以后回归到真实水平的差价损失。改变从中煤能源开始。中煤能源发行改变了 1% ~3% 的惯例，此次将发行不超过 1，525，333，400 股 A 股，占发行后总股本的 11.51%。以大比例创造了大盘股票发行的先河，这将有可能成为以后大盘股票发行的标杆。这个压力就是以十倍的数量增加了。

扩大流通的股份比重会给市场带来什么影响?

再融资速度的改变，原来的流通速度预期也随之发生了改变。而市场会发生什么变化? 投资者预期又会发生什么变化?

关键是，A 股市场的股票价格供求关系起到决定性作用，现在的市场状况是流通股票比重比较低，所以价格比较高。而扩大流通的股份比重，必然会使得高企的 A 股价格趋于合理。

虽然我们签下了解禁股的流通速度协议，但并没有签订增量股票 IPO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和再融资的速度，这是最大的不确定性之所在。

举一个 A 和 H 股票价格差距作为说明，两地市场存在巨大的价格差距有众多原因，其中比较重要的原因是流通量的不同。而随着流通量的慢慢增加，A 股和 H 股的价格差距会慢慢缩小甚至反超，因为 A 股解禁后的流通量远比 H 股要多得多。比如中石油现在 H 股的数量是 A 股的 7 倍，所以 A 股要比 H 股贵 1～3 倍，而到 36 月后全流通那一天，价格就有可能接近甚至倒挂，这是可以计算的预期。

而增量股票 IPO 和再融资的速度，是取决于管理者的对市场的判断和调控需要，这是计算不出来的数量，不确定性就此产生。

这样中煤能源和中国平安对市场的影响就可以理解了。

在制度改变时要更加重视风险控制

在全球股票市场风雨飘摇之际，扩大流通股比重造成雪上加霜！在市场弱的时候，这一举措进一步放大了利空因素的作用，因为跌势实在太狠，各个国家都会考虑应急措施，A 股如果出台救市方案，市场就希望会回稳一些，但只能造就一些反弹机会的可能性偏大一些。

在这个巨变中要更加重视风险控制，对社会贡献大的投资者要注意保护自己，风险承受能力弱的投资者也要引起高度重视。

（2008－01－23）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“新兴加转轨”市场仍存四大问题

日前中国证监会新闻发言人接受了记者采访时指出：我们清醒地认识到，由于发展时间比较短，市场的外部环境和内部运行机制尚不健全，当前和今后相当长的一个时期内，资本市场“新兴加转轨”的阶段性特征不会发生根本改变。对此，我们应该引起高度重视，我以为 A 股市场处于发展初级阶段，仍然存在四大问题，需要我们花大力气改进。

股东文化的培育是一个漫长的过程。

《中国资本市场发展报告》中特别指出了股权文化和诚信环境的建设有待进一步加强，作为我们要努力的一个方向，这说明我们现在的股权文化的基础还比较薄弱需要提高，诚信环境并不优良需要改进，其实，在现阶段调查一下国内投资者的心态，持有股票者决定要做股东的比例有多大，上市公司认为他们是股东的认识程度又有多高，这是一个需要认真思考的问题，从投资人每年换手 5 到 10 次的惊人数字就可以看出一些端倪。

上市公司的分红水平应该提高。

我们的 A 股市场上市公司的现在息率水平只有 1.14%，在印花税提高了 2 倍后，按今年 2007 年的成交情况，要付出 6% 的年交易成本，相对于一年期的银行存款 4.14% 来说，现在的息率水平也显得吸引力的不足，更不用说相对于国债市场超过的 4% 的收益率水平和企业债的 5% 的收益率水平。因此市场的主要吸引力是来自股指的上升，一旦上升停止，过高的交易成本将会造成亏损，进而又降低了新增的开户数和购买基金的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数。而且由于息率的过于偏低，等待上市公司分红来取得回报就十分漫长，这对于股票的持有者来说是一个巨大的心理考验，这是风险存在的根本原因，这也是股价不可以长时间维持在高位的根本原因。而经过长时间的上涨后，停止上升的概率就加大了。最近市场的大幅下跌，市场的风险已经出现，此时，研究印花税的降低就有了实际意义，也有助于反弹的形成。

上市公司的再融资应该慎重考虑。

巴菲特的股票从来不再融资，因为他从来不缺乏资金，他经常说手头有大量的现金还找不到投资目标。巴菲特教导我们，再融资是大股东用脚投票的最好证明，因为这时大股东卖出股权，就说明他们判断股价过高。而形成鲜明对照的是，我们的上市公司资金饥渴从 IPO 后一刻未停。更加明显的是，今年 1 月份以来，沪深两市的 11 家上市公司先后进行 A 股增发、配股，募集资金预计 151.51 亿元，已经可能创出历史新高。更不用说中国平安和浦发银行开启融资“阀门”的天量数字了。当一个事情成为普遍现象的时候，我们更加应该多思考问题的本质——现在 5.9 倍 PB 的定价过高了。

IPO 价格应该降低才能让投资者购进的股票具有投资价值。

前些年我们在香港发行了大量的 H 股票，价格非常低廉，中石油只有 1 港元多，让在香港的大量国际投资者分享了中国经济的成果。但在 A 股市场的发行价格就要高出十多倍，如果我们把这个情况调转过来，以 1 元多的价格卖给国内投资人，A 股市场就充满了投资的机会，市场的成熟程度就迅速提高，投资者教育工作的工作量就自然减轻，那些指责国内的投资者喜欢进行投机批评的声音就自然减少了。

（2008－02－28）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐心，耐心，再耐心

A 股市场经历了大幅调整，上证综指从 6124 点快速下跌至 2990 点。为了稳定市场情绪、恢复投资者信心，管理层于 4 月 20 日公布了《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》，规范大小非行为，接着又于 4 月 24 日起，调整了证券交易印花税税率，由 3‰调整为 1‰。市场也有一定的起色，但好像并不能够扭转市场的趋势，而且石油价格又在创出新高，下面我们从这三个方面探讨一下。

首先，限制大小非减持的政策并未起到根本性的作用。

政策只是限制了大小非减持的交易便利程度，并非限制其减持行为；政策不能够解决大小非减持的本质性问题，但有助于减少过快减持所带来的负面影响。政策有利于解决一次性集中出售较大规模股份的问题，因为要找到能够承受大规模股份所对应的大资金拥有者有一定的困难，这增加了交易难度，提高了交易门槛，这对解禁股票不利，而对流通股东来说，相对于原有规则是有利的。此政策规定的不足之处，就是可以大批量化为小批量来解决，而且还有一点不足，只要经过一次换手，就洗掉了大小非的身份，因为并没有规定大宗交易后不能通过二级市场来减持，这样，政策利好的程度也要客观看待。

印花税下调大大活跃了市场，降低了交易成本，但并不能够改变市场趋势。

2007 年，国家从投资者手中征去了 2005 亿元印花税，现在的市场环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境下过高的税率水平并不符合实际。相比之下，我国在当前全球征收证券交易印花税国家中税负水平最高。世界上绝大多数国家证券交易印花税都是单向征收，仅我国和澳大利亚是双向收税，而在美国、日本、德国等国家对证券交易都是实施免税政策，用低税率促进市场发展的模式已经成为共识。英国是单边征收，中国香港虽是双边征收，但只收 0.1%，香港的有识之士也提出要实行零收费，这些超过百年的市场经验值得我们吸取。

印花税的调整对整个证券市场来说是非常大的政策性利好，这个措施是相比限制大小非减持的措施，利好力度更大一些。它的原因是上一次救市国家并没有让利，只是让大小非减持做了一定的限制而已。这次国家进行了让利，明显把税收减少了，投资人的交易成本有效地得到了降低。这非常有助于恢复市场信心，也有助于恢复市场的活跃程度。

但印花税的调整不足以改变市场趋势。改变市场趋势的主要因素是供求关系。从筹码供应方面看，从大小非、IPO、再融资三个方面开始增加；从需求方面看，因为总市值和储蓄资金的比例、流通市值和储蓄资金的比例都处于偏高的位置，也就是说在资金有限的情况下，由于筹码不断增多，供求关系在 2007 年 10 月开始发生根本性的逆转。印花税的调节只是降低了交易成本，并不能改变供求关系。

石油价格不断地创出新高，对股票市场的压力巨大。

油价再度创新高，纽约期油曾高见 134.8 美元一桶，石油价格的上升趋势仍然还未有停止的迹象，这使得国际股票市场大幅下跌，进而国内 A 股市场也出现了大幅下滑。关于石油价格，很多投资者并未引起足够的重视，我认为问题还比较严重，虽然国内否认了在地震受灾期间放开油气价格的传闻，但境外市场的石油价格飙升对国内经济和 A 股市场都不是一件好事，提价的可能性仍然存在，就算暂不提价，采用国家补贴的形式也是成本提高的一种体现。而且此影响因素甚为刚性，不可以对此掉以轻心。

前段时间的政策利好出现后，市场也一度活跃起来，但是我们观察到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成交量巨大但市场并没有保持上升，而随着时间的推移，市场的压力也渐渐增加，当没有政策扶持的时候，市场的表现就比较弱，这种表现要非常小心。也许，我们需要第三个救市措施了。

在市场不好的时候，也许可以再多一些耐心，耐心也是一种美德。

本周收出了一个标准的十字星，下影稍微长一些，其中周一的暴跌令市场失色，但在市场岌岌可危的时候，无形之手又在力挽狂澜。最近的市场令做多者和做空者都不敢大意，市场本身的基础不牢，一有风吹草动就下滑，但短期政策面的态度又非常明确，也令空头不敢太放肆。市场处于上下两难的焦灼状态。

石油话题是一个比较大的课题，这是一个世界性的大问题，影响到世界经济和股票市场，本周境外市场的波动也充分反映到这点，过高的石油价格已经开始影响到各个层面，还会在今后的经济和股票市场中得到充分的反映。失控不是一件很理想的状态，需要全世界的利益受到影响者共同去应对，不应该忽视。世界石油价格的冷暖也会深刻影响国内经济和股票市场，虽然我们力图去调控，想减轻其影响，但也仅仅是延缓了问题的表现而已。

（原文标题为《我们也许需要第三个救市措施》 2008－05－30）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此 3000 不同彼 3000

对于刚刚公布的 CPI 数据，5 月份 CPI 比上个月略微有所回落，但是离 4.8% 的全年目标还有距离，工业品的状况并不是很理想，是电价和油价受控下的 CPI 数据。CPI 增速的放缓说明 CPI 的情况比上个月稍好，但放缓程度仍然不理想，整体上看，通胀局面还没有得到完全的控制。

经济减缓和通胀压力共存的局面是许多国家面临的共同问题，因此，从政策调控上看，通胀会放在比较高的位置，加息仍不可避免。特别是美国的减息周期已有运行到极限的迹象，加息周期或许会到来，使得控制通胀成为首要的任务。

上次 3000 点出现了大反弹，现在再次考验 3000 点，这 3000 的判断和上次 3000 点有什么不同？能否抗住？这个问题比较严峻，我们来比较一下两者的不同。

首先市场的外部情况发生了变化。

此 3000 点的外围条件发生了变化，在国际方面主要市场的利率政策发生了改变，种种迹象表明，美国的减息已经到了极限，也许要更多地考虑通胀因素，加息的可能已经存在，这样，用减息来刺激市场的手段可能在一段时间被搁置，市场又有可能回到非人工的状态，而国际市场的石油价格连创新高，市场的压力也就不可避免。

在国内方面，宏观调控并未受到地震的影响而放松，从紧的步伐还在加强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，两次 3000 点的市场内部环境也有不同。

我们观察一下上次的情况，从 6124 到 2990，用了半年的时间，下跌 51%，而从 2245 到 998，用了 5 年的时间，显然这个下跌的速度是过快了，所以，判断在这里出台救市措施是有根据的，而且也是必要的。而印花税是最有力度的措施。

然而市场反弹了 800 点，经过了巨量的换手后，又开始了下跌，现在再度考验 3000，但这次是从 3786 到 3000，26 个交易日，下跌了 20%，应该和上次的下跌了 51% 市场环境是不同的。

总的来说，市场的内外部环境都发生了变化，此 3000 并不一定完全等同于彼 3000。

在弱市中，保持一份谨慎也是必要的，投资策略从进攻变为防御也许比较合适。

（2008－06－11）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在控制风险前提下　把握市场机会

一、A 股市场估值整体合理略显偏高

1. 从市盈率角度来看：整体渐趋合理略有高估

自去年 10 月份以来，A 股市场经历了大幅调整，市场估值水平大幅降低。截止到 6 月 20 日，A 股市场平均静态市盈率和动态市盈率为 24 倍左右和 18 倍左右，较 2007 年的最高点来讲已大幅回落。但是从 A 股市场历史数据的纵向比较来看，目前的估值水平并不是最低的，估值依然略显偏高。而与其他市场相比，A 股目前的估值水平也是较高的，如国外主要成熟市场 2008 年动态市盈率在 12 倍左右（不包括纳斯达克），同为“金砖四国”之一的印度、巴西，2008 年动态市盈率分别为 14.5 倍、13 倍，香港国企指数、香港中资指数 2008 年动态市盈率分别 13.6 倍、14.8 倍。

PE 估值的主要特点是考虑企业未来的成长性。一般来讲，一个国家企业的成长性与其所在国家的 GDP 增长率呈正相关性，所以一个国家的 GDP 增长率越高，其股票市场应享有的 PE 就越高。从这个角度讲，相比于欧、美等成熟市场而言，中国股票市场的估值应该有一定的溢价。但是将近 50% 的溢价是否合理，仍然值得考虑。与同为“金砖四国”之一的印度相比，中国的 GDP 增长率虽高但是并不显著，而我国证券市场的 PE 估值仍有 30% 的溢价，这就不能完全用成长性来解释了。另外，与在香港上市的国有企业相比，A 股估值依然有 25% 左右的溢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价，这也难以用成长性来解释。

我们认为，A 股市场相对高估值是由我国特有的股权分置制度和其他非市场化因素导致实际流通股的稀缺性造成的。我国股权分置改革即将完成，如果再考虑股改后 IPO 限售股的解禁，那么下阶段解禁的非流通股和全流通发行的未流通股流通速度的加快，必然会有效促使估值下降，使高估值回归到合理水平。

2. 从市净率角度来看：依然略为偏高

市净率这个数值的计算方法非常简单，得出的结论也可靠准确，并不会存在任何争论。超高的市净率并不能用经济增长速度和新兴市场来解析，也没有办法通过增长在短期内消除，用资产注入的方法也不理想。去年 A 股平均市净率最高达 6.81 倍，意味着 1 元现金只能换到 0.147 元的资产。这种现象在历史长河中也只是非常短暂地出现，不可能长期存在。截止到 6 月 20 日，A 股市场的市净率为 3.5 倍，意味着 1 元现金只能换到 0.286 元的净资产。从 A 股市场市净率的历史数据纵向比较来看，A 股市场估值依然略为偏高。

以国际市场的估值来看，成熟市场的 PB 为 2 倍左右，新兴市场的 PB 相对偏高，印度为 4 倍左右，墨西哥为 3.5 倍左右，香港中资指数与香港国企指数的 PB 分别为 3.2 倍和 2.65 倍。因此，从 PB 角度来看，A 股市场仍然是相对较贵的市场之一。但是我国的资产收益率（ROE）相比其他国家偏低，而印度市场较高的 PB 估值是由较高的资产收益率（ROE）支持着。

总之，从 PE 到 PB，从国内横向比较到国际纵向比较，目前 A 股市场仍然处于一个估值相对偏高的水平。

二、上市公司业绩增速放缓拉低估值水平

1. 宏观经济增速出现放缓迹象

5 月份 CPI 同比上涨了 7.7%，从月环比看，居民消费价格总水平比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 月份下降 0.4%。5 月份 PPI 同比上涨 8.2%，原材料、燃料、动力购进价格上涨 11.9%。在工业品出厂价格中，生产资料出厂价格同比上涨 9.2%。CPI 与 PPI 之间有一定的联动效应，PPI 的涨跌可以通过流通领域传导到 CPI，所以短期来看 CPI 回落预期落空的概率较大。在通胀压力下，从紧的货币政策基本不会改变。

由于国际原油、原材料价格不断上涨、国内 CPI、PPI 高位运行、货币政策紧缩等因素，导致今年宏观经济增速放缓。2008 年一季度 GDP 为 61491 亿元，同比增长 10.6%，比上年同期回落 1.1 个百分点。

2. 上市公司利润增速明显放缓

在宏观经济增速放缓背景下，一季报可比的 1413 家 A 股上市公司整体净利润仅增长 8.26%，利润增速明显放缓。一季度上市公司主营业务收入增速与 2007 年相比基本相当，但是主营业务成本增速却同比上升了 7.6%，表明煤炭、原材料 价格快速上涨正在逐步侵蚀企业的毛利率。在目前我国 CPI、PPI 不断上涨背景下，上市公司的毛利率和净利率面临的下滑风险较大。此外，2007 年非金融类上市公司投资收益同比增长 209%，占净利润 16%，对净利润增长额的贡献为 37.8%。但是随着 2007 年 10 月份以来 A 股市场的大幅调整，上市公司 来自证券市场的投资收益迅速缩水。非金融类上市公司公允价值变动损失和投资净收益的同比下降导致一季度上市公司整体净利润增长放缓。

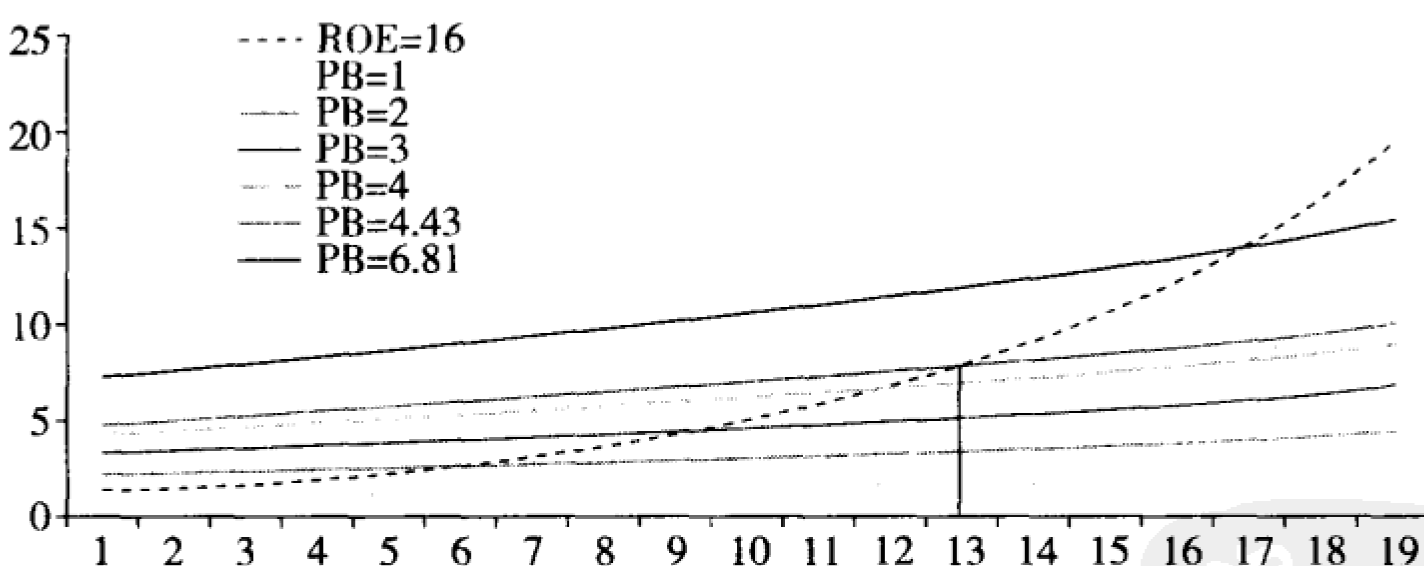
业绩是证券市场估值的基础，业绩增速的放缓必将导致 A 股市场估值水平进一步回落。

三、产业资本套利也会导致 A 股市场估值中枢下移

从 PE、PB 估值来看，目前 A 股市场是全球最昂贵的市场之一，但是我国的净资产收益率（ROE）在全球仅处于居中水平，所以在目前我国证券市场高估而产业资本收益率相对不高背景下，产业资本通过金融市场进行套利的可能性很高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设产业资本通过证券市场套利有两种选择：（1）按照目前的估值水平 PB =4.43，在证券市场进行套利后存入银行，今后获得的仅仅是无风险收益率（假设无风险收益率为 1 年期的存款利率 4.14%）。（2）产业资本不进行套利，以后每年净资产收益率保持目前的水平，ROE =16.08%。通过计算可以得出：如果产业资本选择不套利，那么必须通过 13 年左右的苦心经营，并保持目前的净资产收益率水平，才能获得选择套利的产业资本的收益。换句话说，产业资本进行套利后可以在无风险条件下获得不套利的产业资本经过 13 年苦心经营后获得的收益，而且不套利的产业资本是存在风险的。通过简单分析可以看出产业资本在目前证券市场高估值背景下，选择套利的可能性较大，而产业资本的套利行为必将促使 A 股市场估值水平的进一步回落。更加重要的是，很多企业已经具备了一级市场的投资能力，通过在二级市场减持、一级市场增持形成一个完整的套利循环。



产业资本套利与不套利的计算模型

资料来源：英大证券

如果只分析二级市场，目前我国 A 股市场大小非解禁后的减持行为和上市公司的再融资行为就是产业资本在证券市场进行套利行为的代表，而这将导致 A 股市场估值中枢下移。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、市场的成熟必将导致估值水平向国际靠拢

1. 市场自身调节机制将要建立和市场结构渐渐完善促使估值水平趋于合理

长期以来，我国证券市场的反向交易机制一直没有建立，市场没有自身平衡力量，只存在多方而没有空方位置。在利益驱动下，市场行为就不再理智，极高的估值水平就得以创造。可是现在政策正在发生改变，长时间延迟的股指期货终将会降临，市场自身调节机制将建立，空方第一次有了自己的地位。超过合理的高估值状态将给空方造成巨大的获利机会，多空双方力量将会有效改变，市场终将达到平衡。

2. 多层次市场的建立也将有效改变供应状况

创业板在 2008 年有望成行，上市门槛会相应降低，上市的数量应该会大大增加以满足投资者需求；2008 年债券市场也面临大发展阶段，新增债券数量超过 3 万亿，能非常有效地吸收流动性。随着市场的渐渐完善，产品将变得丰富多彩。在供应增加不再紧缺的大背景下，过高的估值水平趋于合理的可能性就大大增加。

随着 A 股市场多空机制和多层次市场的建立，A 股市场将逐步走向成熟，但这也必然会导致 A 股市场的估值水平向国际靠拢。

五、政策底不是真正的市场底

为了稳定市场情绪、恢复投资者信心，管理层于 4 月 20 日公布了《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》，规范大小非行为。接着又于 4 月 24 日起，调整了证券交易印花税税率，由 3‰调整为 1‰。

1. 限制大小非减持政策分析

政策只是限制了大小非减持的交易便利程度，并非限制其减持行为；虽然政策不能够解决大小非减持的本质问题，但有助于减缓过快减持所带来的负面影响；政策有利于解决一次性集中出售较大规模股份的问题，相对于原有规则是有利的。但是此政策有两点不足。大小非可以将一次大批

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量减持化为多次小批量减持，另外此政策并没有规定大宗交易后不能通过二级市场来减持，所以只要经过一次换手就可以“洗”掉大小非身份继续在二级市场减持。

2. 印花税下调分析

印花税调整对整个证券市场来说应该是非常大的政策性利好，这个措施相比限制大小非减持利力度更大一些。原因是对大小非减持只是做了一定限制而已，国家并没有让利，而下调印花税国家了进行了让利，投资人的交易成本得到了有效降低。但印花税调 整不足以改变市场趋势，因为改变市场趋势的主要因素是供求关系。从筹码供应方面看，有大小非、IPO、再融资三个来源。从需求方面看，因为总市值和储蓄资金的比例、流通市值和储蓄资金的比例都处于偏高位置，也就是说不断增多的筹码导致供求关系在 2007 年 10 月份发生了根本性的逆转。印花税下调只是降低了交易成本，并不能改变供求关系。

总体来讲，限制大小非减持政策和印花税下调都不足以改变市场的长期趋势，政策底不是真正的市场底。

六、奥运会对股市的影响

1. 从历史经验来看，举办奥运会并不一定意味着股市上涨

从各国举办奥运会前后股票市场的表现来看，奥运会并不意味着股票市场的上涨。如东京奥运会、巴塞罗那奥运会和雅典奥运会期间，日本 TPX Index、西班牙 IBEX Index、希腊 ASE Index 指数均出现了一定程度的下跌。另外，从上涨的股市表现来看，除了韩国股票市场出现了明显的“奥运行情”外，其余的股市并没有明显的奥运会行情，基本上都是沿着原来的趋势没有明显的加速上涨。

2. 奥运经济或已提前反映

历届奥运会举办经验显示，奥运建设的投资拉动主要体现在从申办奥运成功到举办奥运会之前的时间段，一般在举办前一年或者举办当年达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最高峰，所以奥运会对于上市公司业绩的提升应该已经体现或者部分体现。因此，由于投资者的预期，A 股市场对于奥运经济应该已经提前反映。

3. 区域受益而非整体

奥运经济效应主要集中在举办城市，而对于举办国的影响则取决于举办城市占举办国经济总量 的比例。汉城奥运会期间，韩国 KOSPI Index 走出了一波“奥运行情”，主要原因在于汉城人口占韩国人口的四分之一，GDP 占韩国的四分之一，所以汉城奥运会对韩国经济的拉动作用相当明显。但是北京人口占全国人口的比重不到 1.5%，2007 年北京 GDP 占全国的比重仅为 3.6%，所以北京奥运会的影响主要是区域性的，而非整体性的。

如果 A 股市场有“奥运行情”，也仅仅是稳定的需要，阶段性机会和结构性机会更丰富一些。

七、市场趋势展望

1. 市场从卖方向买方慢慢转化

有以下四方面因素显示，改革硬仗才刚刚开始：第一，投资方的风险要比融资方大的现状并未改变。第二，股东文化的培育是一个长期过程。第三，市场中留存的非市场化行为的弊端慢慢显现。第四，股改后阶段购买者要承担大小非解禁重任。在这个阶段中，A 股的投资策略也许应该和前阶段有所不同，要从进攻转为防御，应该重视阶段性和结构性机会。当调整到位后，随着业绩增长市场整体性机会还会出现。

从更高层面来观察，我国证券市场的股权分置改革初步完成后，随着银行和大型国企上市重要任务基本完成，市场将步入市场化改革时代。市场自身调节机制将要建立，市场结构渐渐完善，市场规模会加速扩大，市值结构趋向大型化，市场定价将更加准确，市场从卖方向买方慢慢转化。股改前半阶段是流通股股东享受了对价，下半阶段将是非流通股股东享受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流通权利的时候，流通比例会迅速扩大，市场将接受市场化考验，市场会在风险教育下慢慢走向成熟。同时国际市场变动也将深刻影响国内市场，以后的市场将向市场化、规范化、国际化方向式转变，中国证券市场将会迅速成长为国际性市场。在这个转变过程中，要重视在控制风险前提下把握市场机会。

2. 仍显高估市场的应对之策

总体来讲，在目前估值依然偏高、企业利润增速下滑可能性增大、筹码供应不断增加背景下，A 股市场阶段性机会和结构性机会要大于整体性机会。应对的投资策略可以参考如下：

（1）合理调整股票、债券、现金的配置比例，适当增加后两者的比例；

（2）选择股票投资品种的要求更高，要用更加高的成长性来抵御高估值风险；

（3）提高投资组合的抗风险能力，以抵御可能的震荡风险；

（4）重视阶段性配置机会，其中，由于政策产生的阶段性机会是存在的，交易制度改变产生的机会也是非常丰富的。

（执笔：李大霄、化定奇）

（2008－07－10）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期资金与稳定机制更重要

于7月21日的消息，从即日起，“大小非”减持情况将在中国证券登记结算有限公司的网站上逐月进行披露。这是继颁布一系列规范减持的措施之后监管层针对“大小非”的又一重要举动，旨在加强信息披露力度，增强“大小非”减持的透明度。

7月14日的《人民日报》对证监会主席尚福林“维稳”四策进行了整版解读。这组文章分别以《有序调节融资节奏》、《让“大小非”减持更透明》、《鼓励引导长期资金入市》、《逐步完善内在稳定机制》，前面两个措施已经兑现或者部分兑现，但更加重要的是第三个措施和第四个措施，引导长期资金使用类似“401K”的税收优惠政策值得研究，而引入前市场内在的稳定机制的建立也变得非常必要。

平准基金的手段并不能够使市场产生根本性的逆转，但可以表明政策态度，可能会有一波行情的产生，虽然救市的效果立竿见影，但却是具备短期效果而并不具备长期作用。而要研究长期的效果，研究长期的资金才是根本。

而真正引导中长期资金入市，必需从建立资金的引导机制入手。现在流入市场的资金，大部分是基于获利的效应而非其他，而这个时候的投资成本往往比较高，部分商业机构因为利益的驱动也并没有拒绝其流入，更多的商业机构是借东风加以营销。当大部分的投资者遭受损失、渐渐看清情况后就会停止资金投入，这就容易造成市场大起大落不利于市场稳定，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要改变这种状况，对资金的流入机制进行研究就变得有价值。

资金并不会自动流入一个领域进行投资，除非这个地方有获利效应驱动或者有明显的政策吸引。由于获利效应驱动并不足取，那么政策的驱动就变得非常必要，美国通过“401K”的税收优惠政策是非常好的成功经验，通过税收政策的驱动，稳定的资金就会源源不绝地流入证券市场，这时进入市场的平均成本就会有效降低，从根本上解决了因为获利效应的驱动的高成本问题。

政策的驱动在让大规模的资金引入市场之前，市场的内部稳定机制的完善就显得必要，要不然就会形成明显的利益输送。而如何有效建立稳定的市场，是需要进行深入研究。

投资者的利益和融资者的利益应该平衡，这是市场稳定的基础。市场是基于投资者的利益考虑还是基于融资者的利益考虑是问题的关键，也是整个市场建设和一系列制度建设的前提和基础，其中包括发行制度和定价制度。是高定价还是低定价，这是照顾投资者还是照顾融资者的趋向问题，合理定价是双方取得平衡的关键，而发行制度的市场化改革进程和定价的合理化进程是一个同步的过程。

引入市场内在的稳定机制所产生的稳定效果也许要高于仅仅靠政策调控。现在我们的市场只有政策调控来稳定市场机制，市场内部的稳定机制作用还不明显，而长期的强大的政策力量又不利于市场本身调节机制的培育，因此培育市场本身的调节功能就显得必要。其中双向交易的机制是重要的平衡方式，双向的交易品种增多会渐渐增加平衡的力量，这是解决问题的根本，而长时间的研究并不利于市场稳定力量的培育。现在市场只有单边的力量，自然就对政策调控的要求很高，调控的效果也并非达到最佳。当市场的内在机制培育起来之后，调控的效果也许会相对有效，市场稳定的基础就更加坚实。

(2008－07－27)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加大分红到底是利好还是利空?

市场上对证监会增加分红的条款有不同的理解，有的认为是利空，本人却坚定地认为是利好。认为利空者的其理由如下：

第一，认为是利空者也许会举一个特殊的案例，就是巴菲特大师的股票从来不分红，但其却得到投资者的认可。

第二，上市公司处于发展期，因为分红会使公司失去发展的宝贵资金，不利于其产生更多的利润。

第三，分红使股票失去炒作空间，不利于想像空间的发挥，进而不利于炒作。

这些理由看似有道理，但仔细进行分析，就可以发现一些问题。

第一，巴菲特大师的股票是不分红，但巴菲特投资的标的却是大笔分红，何况世界上只有一个巴菲特。对于类似巴菲特的优秀企业我们可以允许其存在不分红的情况，但是对于大部分股票来说，这是投资的基础。前证监会副主席说："不知道什么中国特色，只知道任何国家的投资者都有一个共同的需求，就是投资回报的需求!"问一下我们每个投资者，难道我们真的不需要回报吗?

第二，我们的市场已经发展了 18 年了，如果总是以发展期作为理由的话，不知道需要多少个 18 年才不是发展期?如果不用制度来约束上市公司的话，让其自然形成良好的分红习惯的难度就非常大，而且不利于养成良好分红习惯的社会氛围。再有，18 年以来观察到的事实永远是非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进取的投资冲动，鲜有公司认为是到了稳定的回报期而进行大比例的分红，如果一直都没有分红的压力，也许永远都是投资期！

第三，我们的市场一直是建立在赚取其他投资者利润的基础之上，所以才有想像空间一说，如果我们的市场是建立在赚取上市公司的利润的基础之上，也许这种有别于其他市场思维的想法，就没有多少市场了，或者仅仅是在小部分投机者俱乐部存在生存空间，而非现在拥有广泛的生存土壤了。

虽然，我们离成熟的标准仍然尚有很大的距离，但更大的距离是要用制度来约束而不是股东愿意来约束，还有就是仅仅是用此标准来进行更加大规模的融资！可怕的是大量的股东们也意识淡薄，而更加可怕的是市场对这政策的理解连利好还是利空尚分不清楚！

这是利好，虽然因此尚不能够让市场逆转，但此举说明 A 股市场在进步，虽然只是一小步。

（2008－08－25）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A股稳定取决于全球金融和国内经济回稳

最近这段时间，全球金融市场出现了前所未有的金融危机，现在断言美国和其他欧洲国家金融危机已经过去还为时尚早。此次危机根源在于房地产泡沫和衍生品泡沫的破裂。我们预计，由于全球衍生品市场所造成的流动性过度局面未来有可能得到根本性改变，而随着各个金融机构之间互相不信任程度加剧，借贷行为将更加谨慎，从而导致流动性进一步紧缩。

各国政府的救市行动不能完全解决根本性问题，只能缓解危机发生的程度和时间，危机完全化解需要时间，美国7000亿救市的失败也体现出来问题的严重性。美国和欧洲的金融机构仍然面临巨大的考验。这次危机是二战以来最严重的，我国金融市场虽然没有完全开放，但随着全球化程度的加剧，国内金融机构也将不同程度地受到波及，其后续影响要认真给予重视。世外桃源将不再存在。

从国内经济情况来看，随着CPI回落到合理水平，通胀问题得到缓解，出台政策支持经济平稳运行就存在着比较坚实的基础，经济政策从“双防”向“一保一控”的变化趋势日益明显。近期下调贷款利率和存款准备金率也反映了国家从紧的货币政策已经发生了微调，后续的宏观政策也许还会根据经济情况变化进一步微调，适时放松的可能性更大一些。

从国内金融市场情况来看，中国政府为了稳定金融市场、避免国外金融市场动荡导致国内股市进一步下挫，政府及监管层近期连续出台多项措施，这些政策有助市场短期反弹，摆脱单边下行格局。但中期来看，全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融市场秩序恢复稳定和中国经济平稳运行是A股市场完全企稳的必要条件。目前看来，这个条件尚不充分。

从A股市场估值水平来看，到目前为止，A股市场的估值已大幅回落，市盈率水平处于历史低位，市净率水平依然略微偏高。从国内横向比较到国际纵向比较，A股市场已经从一个前所未有的泡沫状态回到目前的合理水平，但这并不意味着所有的股票已回落到合理范围内，而是表现为部分企业低估、部分企业估值合理，另外一部分企业估值仍然偏高。因此，产业资本在二级市场上也逐渐出现了减持与增持两种行为的分化。

从长期来看，我国证券市场在股权分置改革初步完成后，随着银行和大型国有企业上市重要任务的基本完成，市场将步入市场化改革时代。市场自身调节机制将要建立，市场结构渐渐完善，市场规模会加速扩大，市值结构趋向大型化，市场定价将更加准确，市场从卖方向买方慢慢转化。A股市场必将逐渐步入全流通时代，A股市场的估值也必将逐渐向成熟市场靠拢，进一步趋向合理，同时国际市场的变动也将会深刻影响国内市场。

（2008－09－30）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6124 的回忆

自 6124 到现在仅仅是一周年，很多事情值得回忆和总结。

一年前的今天，看高 8848、10000、13000、15000 大行其道，黄金十年、汉唐盛世、享受泡沫等不绝于耳，经济高速增长、人民币升值、大国崛起等理由满满。

但当时又有多少人给予笔者《A 股长期估值顶部可能已经形成》、《市场也许正从沸腾转为冷却》、《牛市已经结束》、《冬天已经来临了》等观点足够的重视?

重要的是，提出这些观点者除了受到巨大的压力、非议和排斥之外又得到了什么好处?什么时候才能得到公正的评价?也许这个现象是市场规则所致，也许这个就是现实。黑白的判断其实并不困难，虽然现实中会有巨大的差距，但我总觉得只要良知尚存于人心，就希望尚存。

一年前银行股受到空前的追捧，存银行不如买银行的观点深入人心的时候，笔者的《过度追捧银行股风险凸现》受到严厉的批评。

航空股在不可思议的价位上，笔者的《过度追捧航空股风险凸现》也不被认同。

在大家纷纷摩拳擦掌出海的时候，《现在投资 QDII 就一定赚钱?》好像也不合时宜。

在很多人纷纷抢购亚洲最赚钱的公司的时候，50 年才能回本的提醒也不受欢迎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在大家动员抄底的时候，《改革硬仗才刚开始、下山之路依然漫长》也比较刺耳。

总之好像都不中听，盼望得到别人的喜欢就变得异常艰难，只好希望在漫长的岁月后会有人能够理解我的用心良苦。永远的蜜糖灌输者虽然麻醉大众一时，但却不能永远。

我相信，世界上总有良知，我既然选择了这条路，虽然充满艰辛和荆棘，但毅然决然……

（2008－10－18）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股票低迷时家庭支持尤为重要

股票投资，一定要量力而为。在顺境中需要冷静，在逆境之中尤需。

顺境和逆境是相互交替的，既然有逆境，就会有顺境，反之亦然。在顺境的时候，不要忘形，也许风险就在前面。在悲观之余，不要失意，也许转机就在明天。

顺境时，大家都沉浸在欢乐之中，逆境时，又如何度过？每个投资者都必需重视起来。

周期性的波动是客观规律，是不以人的意志为转移的，我们对这个事实应该充分理解。

心理的承受能力是随着经验的增加而增加的。而承受能力是投资者成熟度的测量指标。投资过程的心理考验并非每个人都有经验，但这却是必不可少的。投资者还没有投资之前大部分是工薪阶层，投资的规模和心理承受能力最好是比较匹配就比较舒适。

家庭的理解、亲人的关心、朋友的支持就显得非常重要，尤其在困难的时候，生活总比投资重要，也许挺过去，又是一片天。

(2008－11－06)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

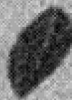


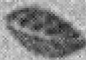
第五部分　巴菲特永远是投资之神

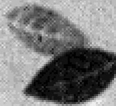
（2008.11～2009.9）

“6124 需要淡泊，1664 需要勇气，3000 点需要坚持。”

——李大霄







全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自2008年下半年以来，金融危机对我国经济冲击明显加大，外部需求明显收缩，部分行业产能过剩，企业生产经营困难，城镇失业人员增多，经济增速放缓。央行也从年初从紧的货币政策转变为保增长的适度宽松的货币政策，期间连续三次下调法定存款准备金率和存贷款基准利率。今年上半年银行信贷量呈爆发式增长，已经超过了全年5万亿的既定目标。同时国家推出4万亿的财政投资计划，拟定了十大产业振兴纲要，争取经济早日触底反弹。

2009年初，股市依旧在低位徘徊，然而各种利好措施却在不断推出。先是社保基金入场，汇金公司开始增持，同时指数基金也开始重新发行。有的大股东担心被别人收购、失去控股地位，也开始增持公司股份，解禁股改变单边下跌的趋势。

2008年底当李大霄呼吁投资者增加股票配置的时候，许多券商仍然对基本面和政策造成的反弹表示悲观，认为A股今年上半年仍有一波比较大的调整。当“千点论”甚嚣尘上的时候，李大霄一直指出A股的估值底部已经形成，利率水平的下降也将大大增加了股票的吸引力。

当5月份上市公司再融资日趋活跃、市场在2600点附近展开拉锯时，不少人认为最近的涨势只是熊市反弹的表现，今年A股涨至3000点的可能性极小。李大霄则指出宽松的流动性局面仍会延续，市场还在复苏过程中，机会仍大于风险。

确实，股市从最低1664点回升至最高3478点，增幅109%，牛市忽然来临。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加股票配置比较合理

金融危机已经从金融系统向实体经济转移。

以各大央行再度联手救市为标志，各银行间的拆借利率大幅下降，各个国家的政府已经意识到大型金融机构倒闭对市场冲击的严重性，对花旗银行的救助也兑现了美国联邦政府不再让任何一家大型金融机构倒下的承诺。所以就此推断金融危机对金融市场主体冲击的最恐慌阶段已经告一段落，市场也出现了大幅反弹。今后影响市场主要因素应该是从流动性的缺失转为对实体经济的影响。

金融危机的负面影响确实开始在实体经济蔓延，主要表现之一是美国等发达国家失业率的上涨，并且失业率上升的周期很可能延续到明年。另外，伴随着实体经济下滑的预期不断加强，全球对于原油、大宗商品的需求也在减少，原油和大宗商品的价格出现了大幅下跌。而中国等新兴市场对于原材料需求的减少，导致以澳大利亚为代表的资源出口国的经济出现下滑的迹象。其实，这个时候也许是中国出海收购以后发展必需资源的好时机。

实体经济并没有出现明显的好转。

金融系统和居民的去杠杆化可能需要较长时间。以美国为主的西方发达国家的储蓄率会缓慢升高，可选消费会因此而减少，这可能会导致美国等发达经济体步入衰退。

国内经济明年增速放缓趋势明显，预计明年 GDP 增速要达到保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"八"，比较严峻。首先表现在，发达国家消费减少，导致包括中国在内的以出口为导向的国家出口增长会长时间地减缓；其次，金融危机还可能导致国内房地产市场降温，我国房地产市场的投资占固定资产投资的份额超过20%，房地产市场的降温必将影响我国经济增长的速度。最后，金融危机导致国内居民财富缩水，进而抑制国内的消费，降低经济增长的速度。

从微观经济层面来看：用电量下滑；钢铁产量出现减产、价格大幅下滑；BDI 指数下跌 90% 以上；沿海地区出口企业产量出现减产、甚至外迁倒闭……这一系列的现象表明我国宏观经济面临较大的压力。

在全球经济处于衰退边缘的背景下，各个政府都采取积极的应对政策来缓解经济下行的风险。预计我国政府也将采取大幅减息、降低保证金率以及减少税收等政策来积极应对；另外，我国政府还将以农村市场为突破口刺激内需。特别是国十条，力度很大。

股票市场对以上情况也做出了反应，全球股市各个股票的股价相对低廉。

全球股市包括 H 股都跌至了 20 世纪 80 年代以来的低位，巴菲特、李嘉诚等长线投资者都在纷纷增持股票。长期来看，在市场低迷时以较低的成本增持股票是一个很好的资产管理手段。他们的增持是建立在息率比较高的基础上，是比较长时间的投资安排。这种投资模式，也要有一个较长周期的准备。其实，去年并非购买 QDII 的季节，而现在也许可以考虑配置。

从国内 A 股市场估值水平来看，到目前为止，A 股市场的估值已大幅回落，市盈率处于历史低位，市净率估值依然略微偏高，从国内的横向比较，A 股市场已经从一个前所未有的泡沫状态回到目前的合理水平。

从博弈的角度来看，政策很多股票出现了一折的情况，用通俗的比喻来说，以前买一套房子的钱现在可以买十套同样的房子了，您愿意买十套还是一套？我以为，6124 需要淡泊，1664 需要勇气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从政策的角度来看，已经从一个调控市场的态度转为明显扶持态度，这也是一个有利的市场环境。在6124点的时候，政策明显是一个调控的态度，在1664点的时候，政策明显是救市的取向。包括暂停IPO、以汇金公司和中石油为代表的央企出手增持，二级市场也出现了增持和减持的分化。

资产配置方向。

从股票，债券，现金的配置来看。在6124点的时候，配股票是一个不明智的选择，配债是一个比较合适的决定。但现在债的空间已经减少，成为鸡肋，股票的价格反而渐渐回归合理，这个时候增加一些跌出价值的股票配置是比较合理的方法。

（2008－11－25）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

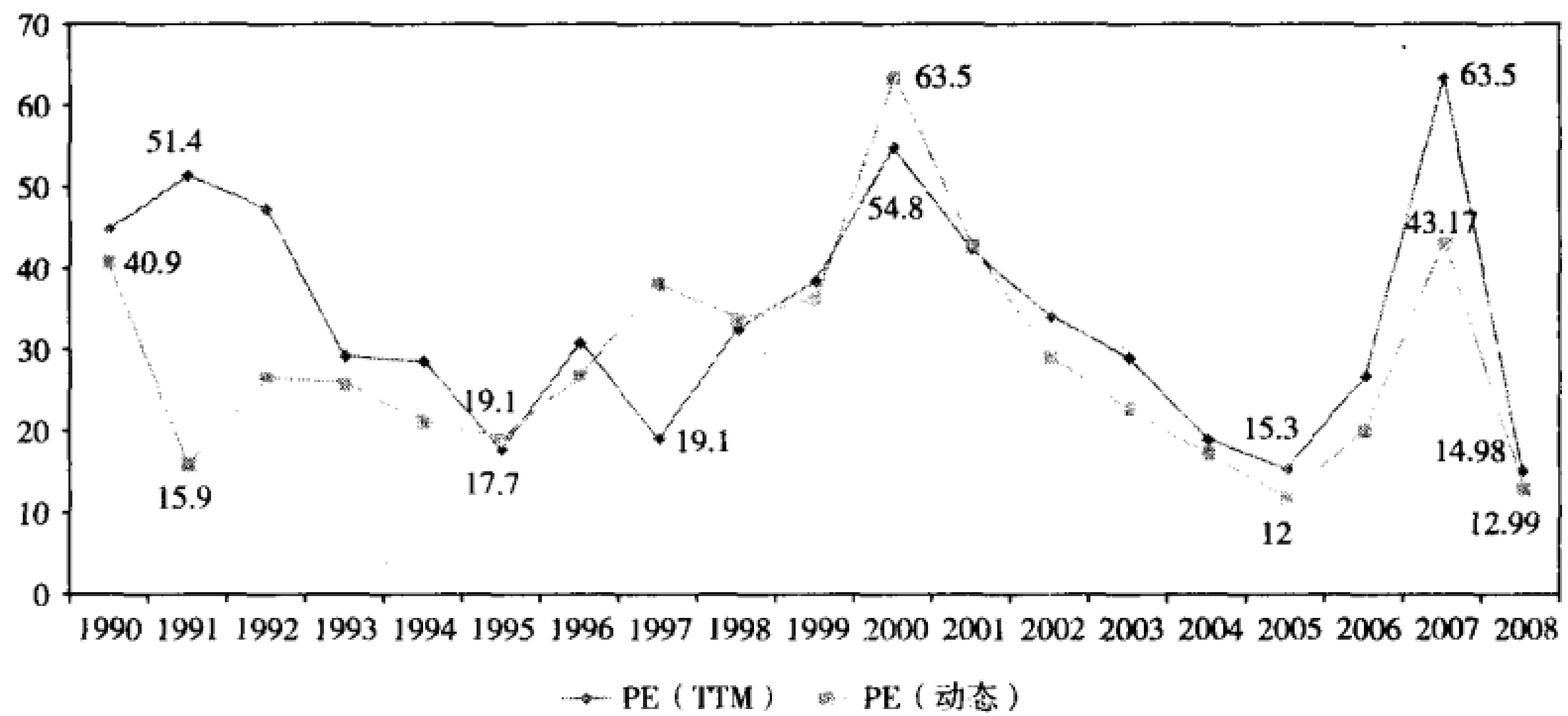
低估值带来的希望

近期国务院推出了一系列促进经济发展的政策措施，这是中国政府为防止经济过快下滑所采取的紧急措施，是中国应对全球金融危机的积极努力，也是落实和执行适度宽松的货币政策的举措。这可以缓解流动性不足对经济及证券市场的影响，也可以使紧急启动经济的国十条政策发挥更大的作用，同时还可以缓解企业的资金困难，充分发挥货币政策在经济增长中的积极作用，也有助于 A 股提高估值水平。

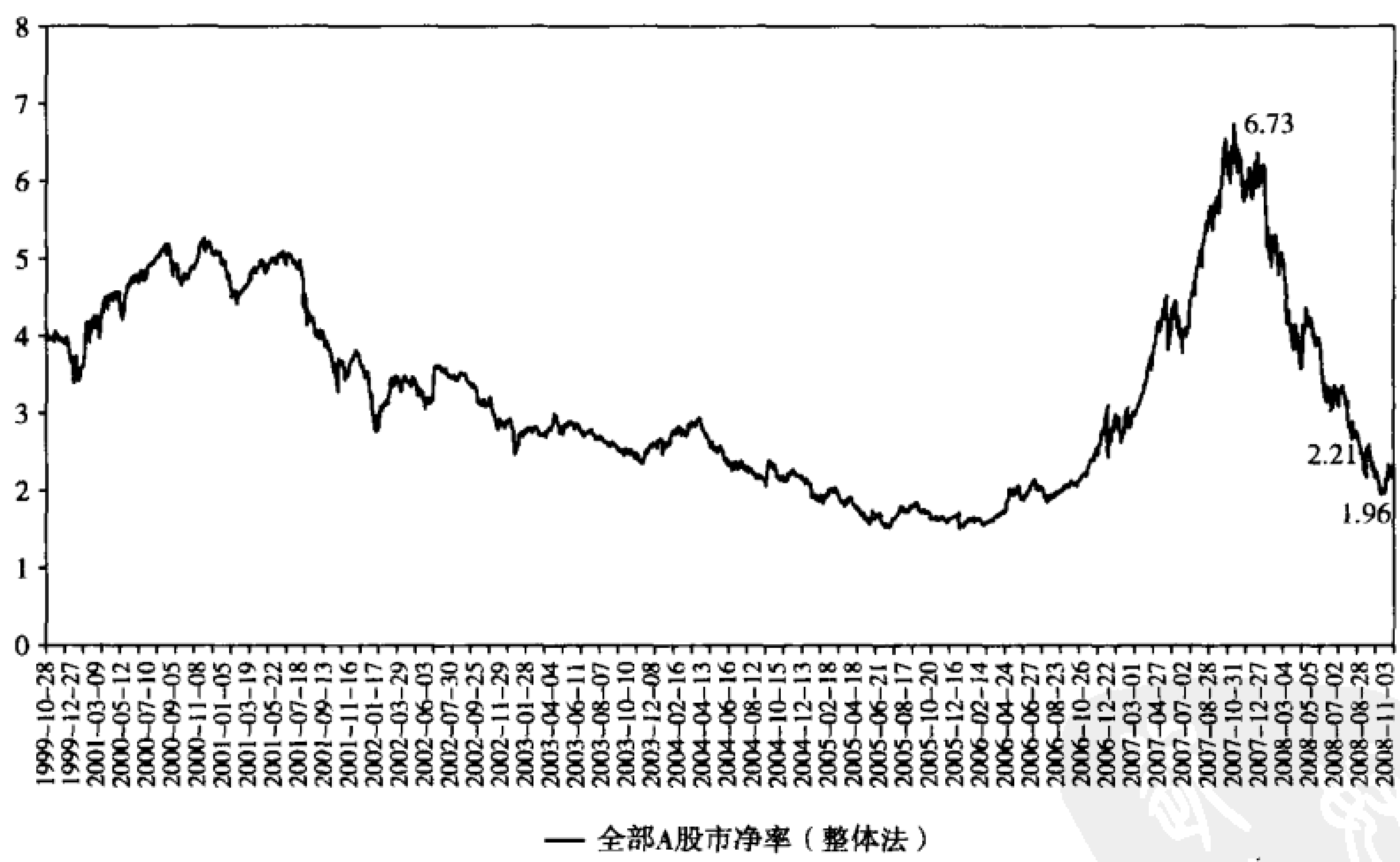
利率降低有利股票配置

从投资回报角度分析，利率水平的大幅下降，使存款人在银行的存款收益大幅减少。其实，利益是在存款人、银行、企业之间分配，现在是把存款人的利益转到企业而已。而且宽松的货币政策也存在预期通胀的威胁，使现金的拥有者不得不面对由此带来的贬值风险，这种威胁随着大幅降息的到来变得越来越近，更加重要的问题是，降息并无到尽头的意思也无任何承诺，从这个角度来看，我赞同巴菲特所说的现金是垃圾。至于债券，去年底作为优先配置是上上之策，但现在赢利空间已经大为降低。而此时，如果出现股息率比银行存款利率要高的迹象时，配置股票就显得合理了。现在的息率水平是 2.06%，这还是在 30% 的分红水平下的计算值。这也是从 6124 点以来应该转为看好的重要原因。无风险利率水平的大幅降低而且还将继续降低有助于 A 股提高估值水平，由此，降息之前的估值低点就有可能已经出现了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



A 股市场 PE（TTM）和动态 PE 的历史波动情况



A 股市场 PB 的历史波动情况

资料来源：wind、英大证券

从国内 A 股市场估值水平来看，到 1664 点为止，A 股市场的估值已大幅回落，市盈率估值处于历史低位，PE 已经到达 12 倍的水平。从沪深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的横向比较，A股市场已经从一个前所未有的泡沫状态回到目前的合理水平，从国际的纵向比较来看，由于金融危机的影响，国际水平大幅下移到了极限的地步，特别是欧洲市场，比如英国已经跌到7倍PE，这是一个非常低的水平了。再比如香港市场，前段时间已经出现了鞍钢3港元以下的股价，也就是说，你可以用1/3的建设成本来买下鞍钢！这些现象在历史的长河中只能短暂的出现，从这个角度来说，全球主要股票市场也许低点已经出现了。这对A股的反弹来说是一个非常积极的因素，也有助于A股票形成估值底部。

增持打破单向减持局面

大小非问题是困扰着市场的重要因素，而现在的情况已经出现了一些变化，大小非并不是完全不计成本的单方面减持了。我们观察到，已经有大股东增持的情况出现，也有上市公司回购的例子出现，还有自发的上市公司高管增持的情况，更加重要的是还出现了二级市场收购的案例。这种新情况更值得重视，减持套现是快乐的，但被别人收购、失去位置之痛的案例增加后也许会有人警惕起来，任何藐视自己公司股票价格的想法和行为最终会受到惩罚。证券市场变为全流通之后，由行政主导的并购会渐渐过渡到市场主导，资本市场的资源优化配置功能就会大大增加，从这个意义来说，中国的股票市场就已经从单一的融资功能走出，这是市场稳定的一个重要因素。

政策效应力促市场稳定

从11月社保基金增持100亿的动向来看，社保已先于其他机构悄然进入。再观察一下汇金公司，它在增持的过程里表现出娴熟的投资技巧，从区区200万股已经悄然到7000万股以上，这些都是非常重要的信号。从博弈的角度来看，对6124点需要淡泊，看好1664点更需要勇气。从历史的经验来看，每次响应政策的行动最终会带来良好的回报，这次也许也不例外。从一个更加高的角度来看，当出现危机的时候，当国家有困难需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要投资的时候，我们是应该挺身而出还是落荒而逃？这是各个投资人不同的选择。从这个意义来说，证券投资就拥有更深层次的意义。

市场也对以上情况做出了一些反应，我以为，融冰之路也许崎岖，但已经启程。虽然股票在今年曾经给投资人带来巨大损失，但情况已经改变。毕竟投资股票会带来希望。

（原文标题为《A股估值低点可能已出现》 2008－12－05）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资股票，我们来算一笔账

梦魇般的2008年终于拉上了帷幕。2009年又会给我们带来什么？

2008年的金融危机，可以说是非常长时间才出现的一次大危机，使得不少投资者损失惨重。但事物都有两面，因为金融风暴的原因全球金融资产价格也跌到一个比较极端的价格了，这是否意味着一个非常长时间才拥有的投资机会已经悄然来到了我们的面前？这个也许要十年、二十年、甚至几代人的时间都难以见到的机会，可能已经摆在了具备勇气、胆识和投资策略的投资者的面前。悲观者在危机中看到的是巨大的风险，而勇敢者在危机中看到的是众多的机会。

当很多国家的市场已经整体跌破账面价值，当很多优秀的大公司这个时候在积极等待向它伸出的援手的时候，而我们之前大肆收购的豪迈之气在机会来临之时却荡然无存了。

当全世界的最富有者如巴菲特在美股、李嘉诚在H股市场大肆收购，汇金公司为代表的132家大股东也在A股纷纷增加自己股份的时候，全世界众多的小额投资人却在这个时候纷纷选择持现交出珍贵的低价筹码。而财富就是这样从小向大被转移着。

从博弈的角度来看，很多股票出现了一折的情况。我以为，6124需要淡泊，1664需要勇气。区区一点点淡泊，只有极少的投资者拥有，而短短之勇气二字，在现在推崇圆滑之现实中更加是凤毛麟角。

从股票、债券、现金的配置来看。在6124点的时候，配股票是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不明智的选择，配债是一个比较合适的方向。但现在债的空间已经减少。随着利率水平的大幅下降和有进一步下降的可能，股票的价格也渐渐回到合理的价格，特别是减息使股息率已经和利率相接近，这个时候适当增加一些跌出价值的股票也是比较合理的选择。总的来说，现金的收入渐渐减少，债券渐渐成为鸡肋，而股票慢慢带来希望，这说的当然是好股票。

然而实体经济的情况还没有出现迅速的好转，现在配置股票的人也许是要受到每天、每月、每年出来的坏消息的打击，但是大家回忆一下，有哪些成功是轻易得来的？这是长线的投资者必然要经过的痛苦的磨炼，但这并不是每个投资者都能够拥有的能力，也不是每个投资者愿意去经历的磨炼。我的体会是，最难炼就的还是心态。但风险往往在万众瞩目时，而机会却在无人问津处。其中 QDII、B 股、封基机会偏大。

从国家的高度着想，在国家需要大力投资启动经济的时候，在国家需要刺激证券市场发挥融资功能来支持经济发展的时候，证券投资者在这个时候也许就具备了更加高的历史使命，同时也应该得到国家和社会更加高的尊重和承认并好好保护之，证券投资就拥有有更高层次意义了。

2009 年，也许多年难得遇到的投资机会悄然而至。各位读者，你们准备好了吗？

持有股票吧，那将是带给我们希望的资产，不是现金，也非债券。

（原文标题为《持有股票吧，那将是带给我们希望的资产》
2009 - 01 - 01）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎样正确选择和理解股票评论

第一，游戏规则决定投资者行为，交易机制决定了做多才能赢利的思维方式。

制定股票市场的游戏规则是为了达到什么目的？如果是为了达到高股价的目的，那么就设计出来只有做多才能赚的机制，如果不是，完全可以设计出来只有做空才能赚的机制，如果要合理股价，就设计出双向都可以交易的机制，而 A 股从诞生以来到现在的状况，显然是前者。为什么我们的股票价格永远比其他市场高？这和我们特殊的大部分股票拥有者的构成有莫大的关系，而这种情况可能在相当长的一段时间内还不会改变，A 股市场股价要高于境外市场的基础还是比较坚实。融资融券的推出和股指数的推出会使这种情况有所改变。

第二，投资者的习惯决定了判断氛围，其实是人性的弱点使然。

日常生活中，一般人喜欢听好话，而非相反，此点鲁迅先生的描述非常深刻和到位。人们对美好生活的盼望决定了他会有选择地吸取信息，比如喜欢听到鼓舞的声音而非相反，看多的声音会比看空的观点受欢迎得多，进而看多的人士比看空的人士受欢迎得多，这在任何一个报告会如果出现两种观点时候就非常明显表现出来。这也是看多的股票评论员永远比看空的评论员的人数多的重要原因，具体到对每个评论员的统计来看，也是看多的时间要比看空的时间要多。

其实，有心者可以把以前的网络、报纸、报告会等数据进行统计，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够有一个非常清晰的判断，奇怪的事实是，在中国，连续的、离奇、明显错误观点的人仍在活跃、持续地进行表演……显然，听众把该评论员以前的错误已经善良地忘却了。

第三，商业模式决定观点取向，大部分商业机构并没有长期计划。

企业管理者并不是企业拥有者，好多企业管理者短期内更换频繁，这一事实决定其思维模式不可能超过他们所经营的时间长度，所以长期经营的考虑不现实。而短期的商业模式并没有过多的长期的眼光考虑投资者利益，反而去迎合他们的喜好，这样，只有多方的声音去迎合而没有空方的位置就能够理解了。所以，看待股评首先要研究股票评论员所在的机构的盈利模式，再进行深入的思考，也许就能够得出比较客观的结论，但这要求判断者要有相当的经验。挑选一个长期经营为指导思想的商业机构甚为重要。

第四，大部分的观点发出者都是受雇于以上的商业机构，独立的研究机构现在还找不到生存的空间。

现在很多投资者都习惯于接受免费的信息而非付费，而独立的研究机构因为得不到生存的经费而难以维计，要想盈利，必然要在免费的基础上用其他的手段来赚钱，这就使很多投资者一边开心地享受免费的信息，一边痛恨地指责黑嘴，谁也没有想到该给诚实的独立机构给以合理的利润。这个社会有没有给长期担任活雷锋之人以报酬？哪怕只有一点点？挑选一个不受到受雇商业机构所左右其观点的、愿意当活雷锋的评论员甚为重要，只是比较难找。

这个不合理的循环还没有被打破。

第五，单个股票的表现更加明显，看空的结论并不创造效益。

大盘的研究尚且如此，单个股票的研究结论就更加明显了，如果看空，既对持有者不利，又对该上市公司的股票价格的提高不利，进而不利于在该上市公司取得更多的信息，所以，大部分的研究者都不愿意树敌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是根本的原因。其实，从概率的角度来看，20%的人拥有大部分的财富，同理，20%优秀的公司拥有大部分的利润，按道理应该是看空的股票报告多，看多报告少才比较正常，而市场是恰恰相反，各位看客，你们之所见，事实是这样么？

第六，评论员没有必要承受超过自己所能承受的压力是比较大的原因。

有没有勇气来提出不同观点？提出不同观点会有什么结果？在社会活动中，从众心理是本能，是最少阻力的行为，很少能有团体容纳不同的意见，提出不同意见者遭遇的处境深刻地教育了其他人，所以大部分的人被训练成为意见一致。特别是在强大的证券市场面前，特别是在2007年，看空者显得是多么弱小，这是最本质的原因。挑选一个能够承受压力的评论员甚为重要。但是，拥有泰山压顶不弯腰之特质的人并不多见，而且还有拥有相应之经验，要不就是俗话说的死空或者死多之类。

第七，正确选择评论员的目的何在？

很多人花很多时间阅读众多评论员的观点，但我感觉首先应该做的工作是对你喜欢的评论员进行研究和选择，多一点冷静和思索未必不是件好事。评论员的目的是需要眼球，还是追求真实？是为了短期轰动还是长期对读者负责，是迎合还是独立？迎合是容易而且受到欢迎的；独立是痛苦的不容易受欢迎的，对真实的不懈追求并不是一件轻易的事情，这是每个评论员不同的选择，这也是观众选择不同的评论员的品味。这和艺术领域是何其相似。

正确理解和看待股票评论员，并不是一件容易之事，需要多年的经验积累和对数据的刻苦收集，这和选择医生是同样的道理，站在医生之上去选择是一件难度极高的工程。正确选择医生，目的是为了健康，正确选择评论员，是为了步入盈利之路。医生的医术是选择的第一要件，更加重要的是什么？是医德。选择股票评论员何尝不是如此？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年的观点中看多的太多，现在的情况也许又有变化了，下跌73%之后，严酷的事实面前看空者又渐渐增加了，是不是又到了另外的极端？我感觉现在已经步入了一个长期投资价值的区域了。

（2009－01－17）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A 股市场稳定的基础

为应对金融危机，国务院出台了国十条、金融 30 条等一系列重大政策，中国人民银行在前段时间也进行了十年来罕见的大幅下调存贷款基准利率，并适度下调了存款准备金率，开始执行适度宽松的货币政策。比较充裕的流动性会对证券市场产生影响，有利于提高 A 股的估值水平和市场稳定。目前，A 股市场经过大幅调整后，内在价值慢慢显现，股东行为也渐渐出现变化，市场内在稳定的基础也逐渐成熟。更加重要的是，这段时间以来，国家实行了一系列稳定市场的政策措施，市场拥有了稳定的政策氛围，A 股市场稳定的基础已经形成。

本次金融危机的级别远低于 1929 年。

1. 当前金融危机和 1929 年时的大萧条不同。

大萧条时，美国将 1000 多英亩的棉花毁在田间，将大量小麦当燃料烧，将所存牛奶倾入密西西比河。加拿大让小麦烂在田里，阿根廷将猪肉坏在仓库中，巴西将咖啡投入炉中做燃料。91 岁的经历过大萧条的路易斯·麦肯齐说，对比一下，我们现在的情况并非如此。现在只是美国为代表的家庭开始改变消费方式，增加储蓄率而已，和当年数目众多的人们陷入长时间的饥饿状态是完全不同的。现在美国的失业数字是 7.2%，最坏的数据预计是略超双位数，而当年的数据是 25%。

2. 各国政府的监管和救助力度空前最终会产生效果。

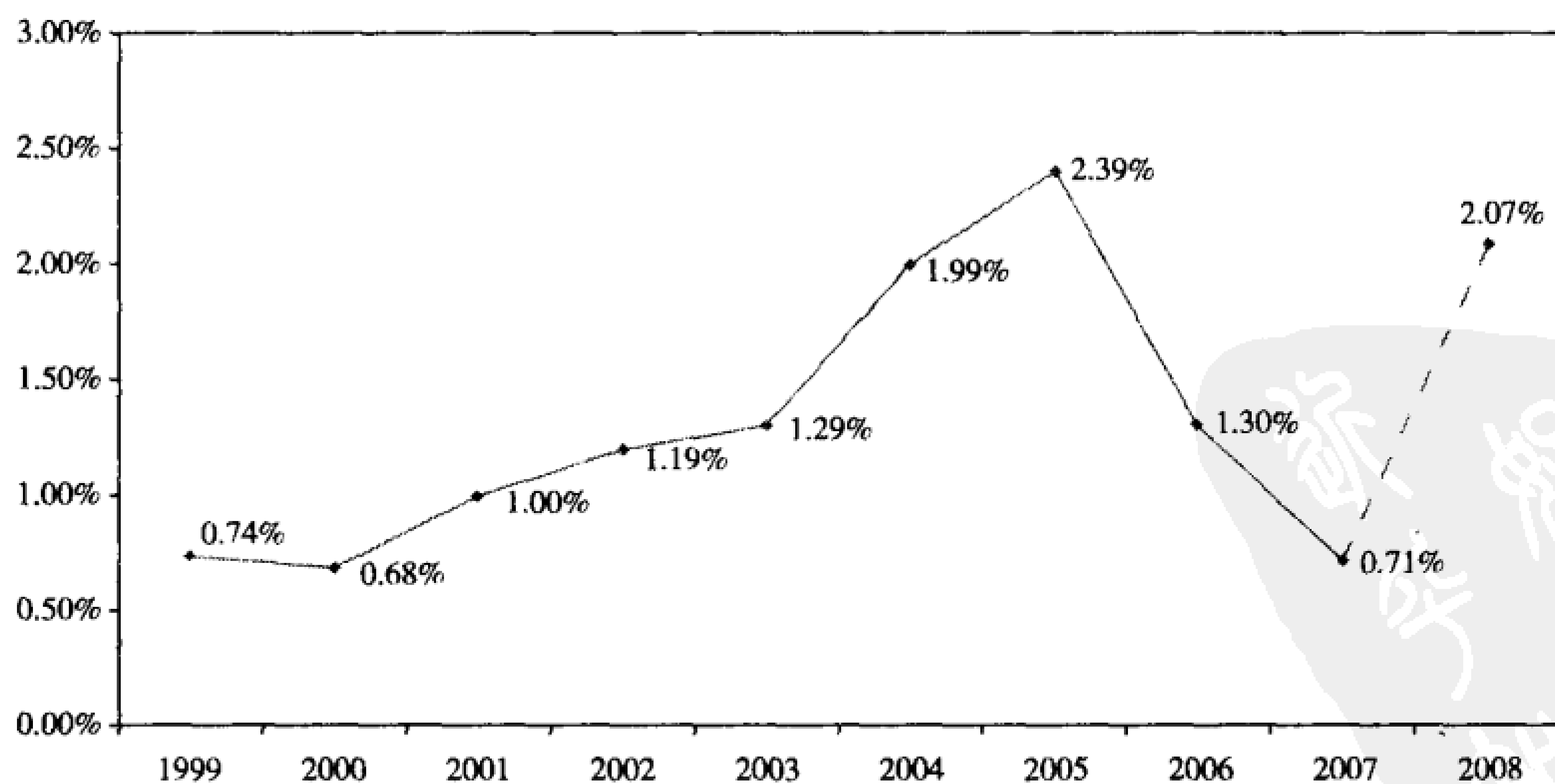
1929 年最糟糕的情况是各个国家进行贸易保护从而加剧了危机，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而现在各个国家之间对于合作对抗金融危机取得了共识，重蹈覆辙的可能性并不大。1929 年各国政府救助银行不力，大量的银行倒闭，导致民众对银行失去了信任，很多人把现金藏起来。而现在以美联储为代表的各国央行对待金融机构的态度是“你们需要钱么”，大规模的注资行动和国有化倾向使救助力度空前，前段时间 G20 还做出不再让任何一家大型金融机构倒下的承诺，使花旗银行等金融机构得到救助。再看美国，先是动用了7500 亿美元的救助计划，现在新总统又开始酝酿 8000 亿～1 万亿美元的刺激经济计划，欧洲大约动用了 2 万亿欧元进行救助，而中国 4 万亿人民币的刺激经济计划更加积极。另外，各个国家接近零利率的极端应对也史无前例，大规模的救助及经济刺激计划最终将会产生积极的效果，全球经济缓慢恢复相比继续恶化的概率要更大。

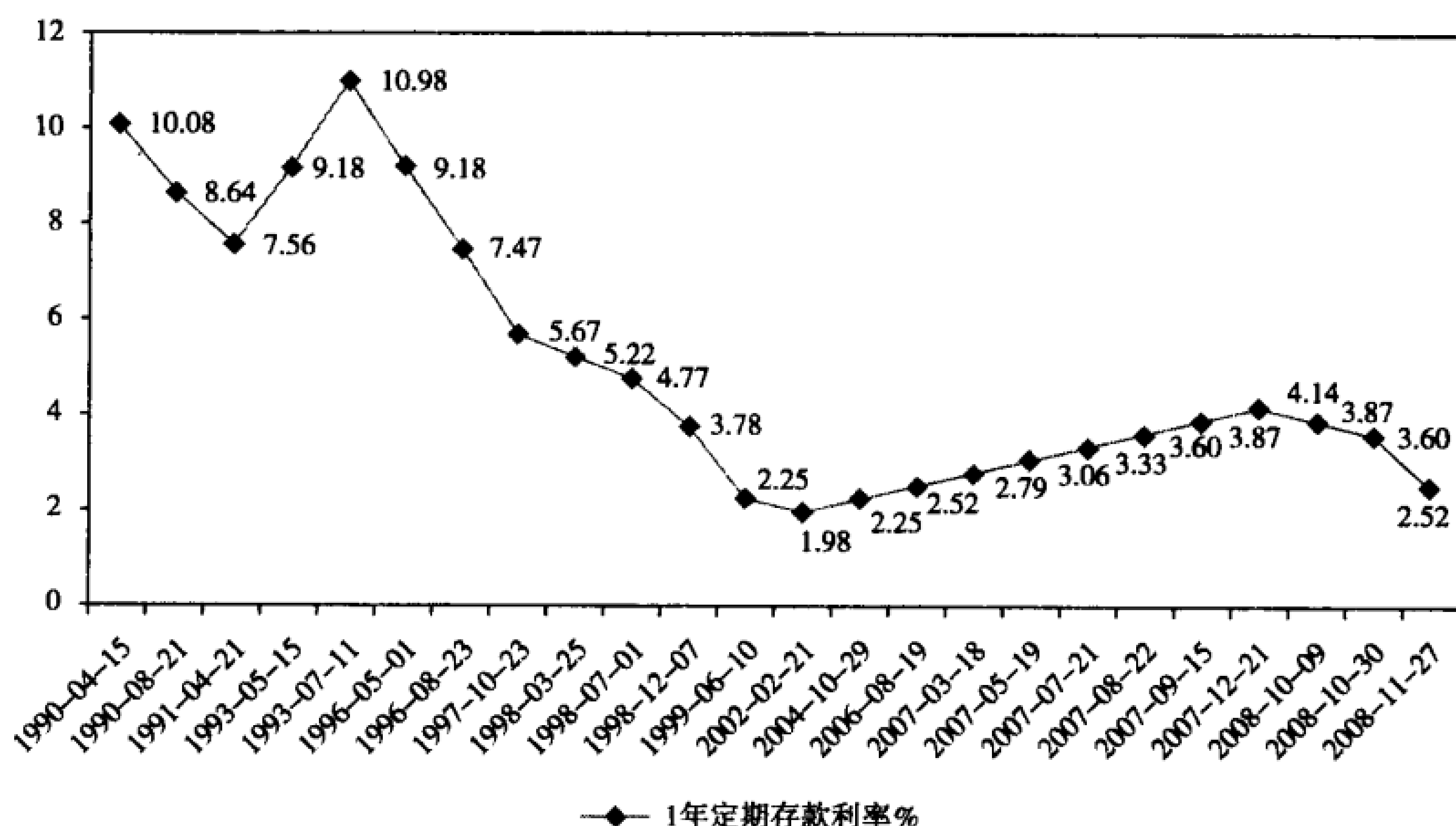
股票估值水平已经处于历史低位区域有助市场形成稳定。

1. 股票市场的价格水平已经处于低位区。
2. 利率水平的大幅度下移提升了股票吸引力。



A 股股票股息率变化情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1 年定期存款利率变化图

资料来源：wind、英大证券

从投资回报要求的角度分析，利率水平的大幅下降，使存款人在银行的存款收益大幅减少。而宽松的货币政策也存在预期通胀的威胁，使现金持有者不得不面对现金贬值的危险，随着股票价格的大幅回落，股息率逐步增加，而当股票的股息率高于银行存款的情况出现时，配置股票就显得相对合理了。

解禁股问题对市场的影响已经出现转机。

1. 大股东已经自发地从单方面减持转变为双向增减持有助于促使市场稳定。

2. 解禁股结束单边下跌走势表明市场的稳定基础形成。

6124 以来，A 股市场谈解禁股色变，解禁股下跌成为惯例，不管在解禁前还是解禁后都是如此，更有心者开辟了大小非减持业务成为大小非减持专业户，以很低的折扣取得大小非的筹码后，在二级市场中投机造成市场弱势并恶性循环。但最近情况发生了改变，解禁股渐渐成为淘金之地这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个极其重要的信号，可以有效地改变市场的预期。首先，大小非们就会慢慢惜售，减持专业户们就不容易拿到低的折扣，进而在二级市场倾销的举动就会大幅收敛；而淘金者慢慢增多就形成了市场稳定的基础，解禁股的压力有望随着时间的推移进行化解。

3. 全流通的市场格局渐渐形成促使市场稳定

全流通的市场肯定比股权分置时要合理，利益趋同的动力使往外掏的现象得到改观，如果没有制度上的变革，世界上从来不缺乏财务处理上的天才。这是一个根本性的变革，我们不应该又回到分置的老路上，这是我们证券市场具备真正意义的投资价值的基础，而之前只是一个融资的场所。而随着时间的推移，全流通进程渐渐推进，全流通的股票数量将渐渐增加。相对来说，全流通的股票对投资者的心理威胁要比非全流通小一些，市场稳定的力量也在逐步增加，从这个角度来看，时间就形成了化解矛盾的正面因素。全流通局面的渐渐出现，使真正意义上的收购兼并成为可能。这会有效激活市场，控制权毕竟是很多人一生的追求。

救市政策促使市场稳定。

1. 标志着主导市场的政策方向的指数基金已经重新发行。

2007 年四季度，市场接近 6000 点时，指数基金停止了发行，因为如果继续发行，新投资者的盲目和对投资知识的匮乏，加上市场宣传的片面性，指数基金的膨胀，从而进一步推升市场的泡沫，停止指数基金发行，表明控制市场泡沫的重要信号已经出现。因为从 6124 下跌以来，政府虽采取多个措施维稳，但作为推升市场的工具——指数基金这个武器一直没有被运用。而相隔一年后，市场经过大幅调整，市场泡沫已经充分被释放，市场稳定又成为必要，去年 12 月 30 日广发沪深 300 指数基金成立后，今年 1 月 14 日工银瑞信也宣布获得批准，政策方向信号已经出现。

2. 具备高度的准确性和前瞻性的社保基金已经悄然进入。

社保基金是我们的养命钱，因为身份具备特殊性，故具备了超然的地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位。在6124点，很多投资机构还在遥望万点的时候，社保基金悄然而退；而在1664后，社保基金又无声无息地进入，数目已超100亿。从其身份的特殊性、赢利大于亏损的历史记录、政策动向的超级把握能力来分析，把社保基金的进入作为市场转好的一个重要前瞻信号之一并不为过。

3. 汇金公司及中投公司的出手是市场稳定的重要条件。

从汇金公司的投资记录来看，近年它高额注资国有大型银行，取得了巨额的账面收益，因此我们并不需要怀疑其投资能力及操作水平。再从汇金公司出手在二级市场中增持三大银行的行动来分析，这是中国证券市场有史以来的首次举动，该行动有应该是得到非常高级别层面的允许才有可能作出。再从中投公司在香港市场承接境外抛盘的气概进行观察，这次维护市场稳定的决心是中国证券市场有史以来最为坚定的。很多人期盼成立平准基金，其实成立平准基金是有额度的限制，而汇金公司和中投公司的资金并不存在。

市场低迷时投资胜率远高于高涨期。

1. 发行困难时投资胜率要超高涨期。

很多人喜欢在市场兴旺的时候投资，这个时候经济数据良好就业充分、IPO顺利投资信心膨胀，一切都是非常如意，只是这个时候的股票比较抢手因而价格较高，企业的融资成本就相对较低，一般这个时候是伴随着天量的融资，创多年新高的融资规模随处可见，但往往是股票的购买者成为窦娥。而股票低迷时的经济表现往往是不景气：失业率高企、投资者信心不足、IPO为零，但这个时候是往往是股票价格比较低廉的时候，没有这么多的坏消息，股票价格能够这样便宜么？价格高对股票发行者有利，而股票价格低则是对购买者有利，只是很多人的行动刚好相反，像48.6元之中石油就是一个典型案例。

2. 危机中投资收益从长远来看远大于高涨期。

从历史统计数据来看，在一个巨大下跌后的次年投资，将来获得正收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益的概率很高。这次的金融风暴，导致全球金融资产价格也跌到一个比较极端的价格，悲观者在危机中看到的是巨大的风险，而勇敢者在危机中看到的是众多的机会。

3. 符合国家需要的投资胜率更高。

而从更高的角度来看，在国家需要大力投资启动经济的时候，在国家需要刺激证券市场发挥融资功能来支持经济发展的时候，在国家需要投资者的时候，证券投资者在这个时候就具备了更加高的历史使命，同时也得到社会更加高的尊重和承认并被好好保护。从博弈的角度来看，6124 需要淡泊，1664 需要勇气。从历史的经验来看，紧跟政策导向投资无疑比反其道而行之要拥有更加高的胜算率，每次响应政策的行动最终会带来良好的回报，这次也许也不例外。虽然 2008 年股票曾经给投资人带来巨大损失，但情况已经发生改变，也许 2009 年，股票会带来希望。我以为，融冰之路也许崎岖，但已经启程。

（原文标题为《A 股市场稳定的基础已经形成》 2009－02－03）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特永远是投资之神

“股票超过价格边际就要卖出，低于设定边际就要买入。”3 月 20 日，在价值投资和趋势投资哪种方式更加适合中国市场的判断中，英大证券研究所所长李大霄明确地选择了前者，“不同的操作思路想法不同，我认为价值投资对于中国的市场也是有效的。”

虽然近期出现了针对巴菲特投资“失利”的争议，李大霄表示这并不意味着价值投资失去了依据和土壤。巴菲特目前只是做了一个买入动作而已，再尚未卖出之前，谁也无法断言巴老的投资势必失利，更谈不上价值投资理念被摧毁。

“当巴菲特 14 港元甩卖中石油的时候，人们不正在以高过他 4 倍的价格抢入中石油 A 股股票么?”李大霄表示，巴菲特将永远是全球最好的投资人。巴菲特从 9 岁开始到如今 60 多年的投资经历和倡导的理念都是投资界神圣的教材之一。

A 股从 1664 点起反弹，除了先知先觉的市场资金抢入获利之外，社保、中央汇金等长期资金的入市，也已将市场底部夯实——跌宕的金融危机无疑是检验投资人价值理念的标准。

“之前我是看空派，但是从 1664 点后，我的想法慢慢转变，开始看多。”李大霄表示，这样的看法转变正是价值投资的要求所在——很多股票在 1664 点出现股价低于实际价值的情况，A 股、B 股和 H 股都存在，这个时候就应该是市场买入的好时机了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判断一个投资者是否是真正价值投资者的标准，李大霄认为很简单，那就是在6124点的时候是否选择了抛出股票，在1664点的时候是否买入。李大霄表示，秉承价值投资的投资者，自然会在股市最疯狂的时候撤出而在市场最低迷的时候重新进入。而不能做到这些的显然只是“伪价值投资”。

3月17日，李大霄在博客上发表了自己的最新看法：“其实关键点只是标题那句话——牛市来了”。

美国时间3月18日，美联储宣布1万亿美元注资金融系统，终于调动起了市场神经，全球股市似乎都有了上涨理由，真正的价值投资者也迎来了又一波反弹机会。

“我们只能够更加接近他的境界。”李大霄表示，即便在中国市场巴菲特的理念也是可以运用的，但是巴菲特想要被复制很难，只能被部分复制。

“巴菲特本身的投资技术比较高，选择标准严格，并且个人智慧较高——这些倒是可以复制的，毕竟聪明人比较多。想要复制巴菲特最难的是他作为‘全世界最正直的人’以及‘只是管理财富而非财富享用者’的智慧，能决定了其不可复制性。”李大霄表示。

巴菲特的经典理论，“用自己的估值方法寻找最好的公司并关注熟悉它，在价值低估的时候买入”，在他买入可口可乐这样的案例中得到了充分证明。不过，作为一个新兴的资本市场，中国股市显然还缺乏用长久的时间证明自我价值的公司。另外，巴菲特的正直因为他在2008年金融风暴时，频频出声表态股市已经比较适合投资，且自己动手买入“优先股”而遭到市场的怀疑——谁能够如世界最有钱的巴菲特一样获得这样的机会、享受这样的殊荣呢？

对于这些疑问，李大霄表示：“的确，去年巴菲特表现出了一些‘爱国沙文主义’的态度，不过在市场最低迷的时候，经济巨头出面讲话的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况也是美国的传统。比如在“9·11”的时候，老摩根也有这样的表态。”

至于巴菲特在2008年投资的股票巨亏达到了50%以上，而趋势投资者的代表索罗斯空仓躲过劫难，李大霄认为，哪种投资行为都会有人亏有人赚，不然，巴菲特此前赚的钱又是谁亏的呢？并且，最重要的是巴菲特还有钱，当他认为股票下跌50%可以购买的时候，并不代表再下跌就不买了，他还可以继续买入——价值投资理念起码让巴菲特手里存下了大量的现金。对目前的股市来说，谁有钱买谁才是大师。

(2009－03－21)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市到了——中国股票率先走强五大原因

自2008年11月以来，在全球主要市场中相对走势最强是A股，其次是B股，再次是H股。中资股的强势，探求原因，主要有五方面。

原因一，杠杆率不同。在全球金融市场去杠杆化的过程中，我们只要清醒地观察一下我国的杠杆率就会发现，我国的杠杆率还小于1，还不存在去杠杆的需要，而且我们还应该研究学习适度的杠杆才是最佳效率的课题。

原因二，介入程度有别。在这次金融风暴中，中国的金融企业虽然也略有涉及，但和风暴中心的金融企业相比，受伤程度却不是一个级别的，而且中国金融企业的国际化程度不高，业务相对单一，有毒资产的介入程度也相对比较轻。

原因三，金融体系的全球化程度不同。这次受伤的金融企业其内部管理和风险控制是全世界学习的榜样，但是大面积受伤的事实却说明全球化系统性的风险防范并不足够，而我国的金融企业没有受到巨大的冲击不是说明我们的风控系统比较优秀，是我国全球化程度不高。

原因四，货币的发行体制不同。这次美国是靠发行国债来进行救市，而发行国债的过程中还几经曲折，而中国大银行都是国有控股的。所以危机中救市，中国的行动力和执行力要强大许多，这从历次对抗危机的历史就可以看出端倪。

原因五，财政赤字不同。美国人是寅吃卯粮的国家，而中国人有积谷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

防饥的习惯，美国财政赤字 1.75 万亿，占美国国内生产总值的 12.3%，而中国 9500 亿元的财政赤字占 GDP 的比重约为 2.93%，并未突破国际警戒线的 3%。截至 2009 年 2 月 12 日，美国未偿还国债高达 10.76 万亿美元，占 GDP 的 70% 以上，而中国是 62708 亿，大约占 20%。

由此可见，中国在此次危机中，仅仅只是“池鱼之灾”，严阵以待加以应对之余，我们是否认真考虑过大宗原材料价格的下降对下一轮经济起动的有利之处，对贫乏的石油储备所带来的良机，开始人民币国际结算业务的起步之旅？

中国的基础设施还不够完善，城镇化仍然空间巨大，发展中国家的特点仍然明显，大规模建设需求巨大，勤劳的中国人追求美好生活的热情不亚于任何一个民族。同样，中国的投资者对财富追求的热情也不亚于任何一个民族。

一般来说，股票市场和经济短期走势不一定吻合，但长期走势的吻合程度要高许多，相比许多国家的负增长预期，中国仍然能保持 8% 的高增长，这在金融危机的风浪中尤为可贵，所以，对中国的股票资产应该给予特殊对待，才不会让它在一片风声鹤唳中迷失方向。

百年不遇的金融危机带给中国也许是百年不遇的机会，中国的股票投资者同样面临这一机遇，等待同样的机会也许要百年以后了。

融冰之旅也许崎岖，但已经启程。

牛市到了，自 1664 始。

(2009－03－17)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创业板要开了，如何是好?

行情在犹豫中慢慢到了2400点，中间还经过创业板冲击波，大盘有120点大幅度震荡，应该怎样判断市场，是锁定收益还是锁定筹码？确实是需要我们研究一下。

对于创业板，市场上确实存在一个空档。企业在初创期并不符合银行的贷款要求，债券市场又很遥远，本身的抵押物又极其有限，常规的融资渠道确实并不完备。但中小企业是发展的希望，承担大量的就业，政策应该给予扶持。

投资者中天然存在一批拥有高回报高风险承受能力的勇士，他们冲浪型的选手。这类投资者虽然没有期货和外汇市场里高杠杆的终极勇士的级别，但并不满足主板市场里成熟企业的平稳增长，于是冒着比成熟企业要高的风险试图寻找出下一个年轻的比尔·盖茨，那么这类投资者就有到创业板淘金的需要。但需要提醒的是，资金比例的控制以及创业板的认识要到位，其中机会无穷，风险也相应伴随。

所谓分流资金，是分流这部分资金，稳健型的资金是不在此列。喜欢搭乘大船的人应该选择主板。

关键的问题是，如何使得市场筹码的总供应量和市场总资金的供应量取得动态的平衡，市场稳定就成为可能。

行情比大多数的人预料的要好，很多人喜欢时不时将播下的种子挖出，这对种子是不利的，只会令挖出来的人睡觉当晚香一些，但这样很容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易痛失筹码，过一段时间的睡眠就不一定香了。

小牛才露尖尖角，从 1664 始，持有股票和基金吧，它将是会带来希望的资产。

封闭式基金、B 股、QDII 可以参考。

（2009 - 04 - 08）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大发展，大机遇

美联储以超出大多数人想像的逻辑出手购买债券，使得众多货币拥有者受到贬值的威胁，原来认为最安全的地方——货币，变得不再那么安全，投资保值的欲望就变得更强烈，全球主要股票市场和商品市场一片相应，主要国家股票市场成功站上60日均线，渐渐摆脱恐慌。而中国内地股票市场尤为强势，从低位到现在已经上涨了47%，外部环境对中国证券市场的负面作用渐渐减弱，更重要的是我国证券市场亦存在大发展需求，现在已经出现良好的大发展的时机。

化解金融风险需要大力发展证券市场。

我国直接融资和间接融资的巨大差距，使银行承担了过多的风险，如何尽快改变现状就变得非常迫切，发展一个完善的资本市场将是解决金融风险问题的有效途径。让资本市场在我国的金融市场中发挥“稳定器”的作用，这是维护我国金融安全的战略选择。大力发展资本市场，有利于迅速改善当前我国融资结构中间接融资与直接融资比例严重失衡的状况，有利于防范因社会融资过度集中于银行、长短期资金期限错配而产生的结构性风险隐患，使整个金融体系的运行更富有弹性和活力，增强我国金融体系抵御风险的能力，有效防范和化解更加大的金融风险。所以从国家金融安全战略高度出发，现在我国证券市场的大发展是存在历史性的时机。这次我国抵御金融危机的工作比较主动，也得益于我国的银行前期在资本市场的大规模的融资，充足的资本金是银行安全和稳定的保障。同时，在国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家需要紧急启动经济的关键时刻，大力发展资本市场是有效途径，会取得非常显著效果。

证券市场融资功能、投资功能、定价功能、资源配置功能的渐渐改善使证券市场步入良性互动的局面。

以前在中国证券市场的飞速发展过程中，对投资者的利益重视不足，而是过度重视融资功能。事实证明需要做出改变。从 1664 点开始，市场渐渐步入全流通的进程之中，出现了高回报的分配方案，投资功能得到加强。随着改革进程的展开，融资政策会渐渐市场化，而一系列的新政策在新股定价、选择上市公司等方面都会随之发生改变。将来定价功能以及资源配置功能会日益发挥作用，这样资源就会逐渐随市场的力量配置到效率高的领域，资源利用效率就会大幅提升，增量资产的质量就会得到有效保证，定价就会更加准确，投资者和融资者的利益都能得到协调。我们花了很大代价换来了投资者投资观念的转变和对证券市场认识的提高，这是证券市场步入良性互动局面的基础。

中国证券市场大发展的时代就面临大机遇。

我们现在仍处于低利率时代，资金价格偏低但资金充裕容易使资产价格上涨，而人民币资产在这次金融危机中的稳定大大提高中国资产的信誉，中国持续高速发展的潜力会吸引国外资本流入中国资本市场，资金面异常充裕是证券市场大发展的好时机。改革后的中国证券市场已经具备突破性发展条件，而低估市场的巨大价值的再出现吸引了众多有战略眼光的投资机构，如社保基金、汇金公司和中投公司，以及虎视眈眈的国外老牌投资机构。而全流通后的股票价值的提高及盈利的增强将吸引巨大的境内外资金源源不断入场，央行调查显示居民已经连续两个季度对购买股票意愿创新高，认购基金的热情也创新高，在中国证券市场大发展的时代就面临大机遇，而这个大机遇是在相对长的时间内存在，大机遇只留给有准备、策略和勇气的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只要保持融资速度和引资速度的相对平衡，市场的稳定和发展就有望形成良性互动的局面。

虽然市场发展不可能没有波折，但是我们要看到光明的未来，融冰之旅已经启程。

（原文标题为《中国证券市场面临大发展机遇》 2009－04－09）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

站上年线如何看？

市场在年线之下时，比较犹豫，认为依然是空头市场，但站上年线之上后，又怀疑那是多头陷阱，总之，怎么看都会比较恐慌，因为基本面还是没有彻底的好转，但是深入思考一下，如果基本面情况一切良好，不就是6000点时代的情况么？一切都是那么乐观的时候，往往就是风险最大的时候。

今天站上了年线，宣布市场已经初步具备牛市的技术特征，市场的信心将会得到加强。技术派的同志慢慢兴奋起来。

一季度的贷款大大超出预期，将会对实体经济形成支持作用。基本面也渐渐透露出正面的信号，有可能与证券市场形成良性互动的局面。

今天的权重股的表演力度比较大，让很多心有余悸的投资者警惕。可以再观察一下再下结论，我初步的观察是冲击年线所需，并不是假突破的迹象。

1664点以来，看空的观点已经令大多数的人痛失筹码，但持此观点的仍然是占主流。这就是现实。

本博客的点击量还不大也能够说明一些问题，认同多方观点的的人数量还不多，等以后点击量达到数千或者数万以上可能就要小心一些了，现在才几百，证明传播的范围还是几百个人之内，不足以高度警惕。

各位读者如果认同在充满浮躁环境中用平和的心态追求真实的理念，并感觉物有所值的话，请转告你的朋友，这样，我的写作的动力也会略大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点，成就感也会强一些。仅仅几百人的认同度有点让我索然无味。

有趣的是，我的观点错了么？或者我的观点就只有几百个人认同么？这和以前我的评奖评价经历一样，正确的东西往往得不到认同，就算事后得到验证也是如此。

但我非常理解，这就是现实，也是我不会去迎合社会需要的一个具体的表现，我要追求真实，这是独立之路，因此也从来没有指望得到大多数人都认同。

我也非常理解，某些艺术、天文、科学工作者的痛苦——因为他们中有些人在生命结束之后才被大多数人认同。

幸好还是证券市场，虽然得不到大多数人都认同，但总能够得到证券市场的验证，证券市场最终会给以正确回报，而不在乎之前认同的人之多少，这就是为什么我喜欢证券市场的原因。再有，认同的人是大多数的话，赚谁的钱呢？

小牛才露尖尖角，更有阳线立上头——虽然有待市场的检验。

（2009－04－14）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勇敢些，去迎接希望

行情的发展总是一波三折，从1664以来已经历了两次幅度不小的调整，调整幅度接近20%。我认识很多波段操作的高手，他们对波段的小顶及小底的把握之准令人叹绝，对股票的板块轮换节奏的把握更让人惊叹，但这也就限于几个人而已。

我以前所在的单位，一个已经在大洋彼岸的高人告诉我，赚大钱的在单位也就那么有限的十来人！

部分的投资者，小顶及小底的把握能力并不强；部分的投资者，板块的轮换节奏把握能力更加有限。

所以，我总结出来行之有效的方法是6124不买，到1664点买进，等待，时间长一些，收获就多一些。

这方法技术含量并不高，也不吸引人，但是对于不是高手来说最为有效。

如果是高手，这也许并不能够满足需求，但能提供一个大趋势供他们参考，再判断小底和小顶，进而再判断板块和热点，从而成为高手之中的高手。但问题是，如果有那么多高手，从哪里来钱让他们去赚呢？遐想一下也不错。

渐渐地，我们观察到的一些数据虽然没有发生质的变化，但继续恶化的趋势已经收敛。过几天，可能公布一些数据，有可能出现一些曙光，需要再耐心一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在市场调整的时候，需要一些勇气，因为旁边充满着恐慌。

但如果丢失了筹码，恐慌是消失了，但希望也不在了。前两次调整丢失筹码的人，现在虽然不再恐慌，但丢失了希望。

勇敢一些，去迎接希望。

（2009－04－20）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融冰之路注定曲折

昨日上证指数盘中跌破 2400 点，再次给市场带来了一定的恐慌。不少投资者揣测这是反弹结束，还是仅仅是一次上涨中的调整。我认为，在长期看好中国股市的前提下，目前市场在经过 5 个月时间上涨近 900 点后进入了一个相对复杂的阶段，需要对当前市场进行一个细致的剖析，才有助于在接下来的操作中回避风险，把握住机会。

上周以来截至昨日的调整，分析其原因主要有两点：第一，经过自 1664 点以来 5 个月时间的近 900 点的上涨，不少股票的涨幅已经较为可观，此如不少题材股都有了 2 ~ 3 倍的上涨，在这种情况下，市场需要一个整固、震荡的整理过程，这是股市运行的组成部分；第二，从基本面上看，股价的大幅上涨需要上市公司的业绩配合，而上市公司业绩的转暖还需要一个过程，这也给股价的继续上涨带来不小的压力。

此外，“大小非”的问题依然困扰着 2009 年的中国股市。它和上市公司业绩问题一起成为压制 2009 年 A 股上涨的两座大山，这将使今年的市场走势非常反复，但总的方向是一个艰难融冰的过程。

从好的方向看，我们应该注意到：目前大盘蓝筹股并未出现大幅上扬，未产生市场最担心的“蓝筹泡沫”。这使目前的股市结构具备了一定的特殊性：题材股普遍翻番，大盘股涨幅甚微。从而决定了目前的市场调整的性质：结构型调整大于指数型调整。这表现为，在指数下跌不多的情况下，不少股票调整幅度较大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以预见，结构型调整会有一个结构轮换的过程，接下来一段时间市场可能是一个相对复杂的整理过程，但大盘蓝筹股始终将扮演一个“稳定器”的功能。在经历了这样一个特殊的调整之后，股市将沿着曲折路径，走上融冰之路。

（原文标题为《融冰之路注定曲折　A股迎来结构型调整》
2009-04-28）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐惧踏空还是恐惧套牢？

这个问题非常重要，我在这几个月一直提出这个问题供有心的投资者思考，如果想清楚这个问题，将对操作会具备很强的指导作用，不管是长线的投资者，还是短线的投资者都是如此。

在6124的时候，大部分的投资者非常恐惧踏空，因为经过28个月的上涨，每次的丢失筹码都是错误，投资者心中形成了强烈的恐惧踏空的情绪，套牢就变得不再恐惧。这个阶段，大部分的投资者是持有筹码为主，踏空是不再了，但套牢成为了事实。

相反，在1664以来，经过73%的下跌，很多股票股价只有原先的一折二折，这个时候，投资者心中形成了强烈的害怕套牢的情绪，踏空反而不再恐惧。这个时候耳朵认同的声音就会倾向于空方。这个阶段，大部分的投资者是害怕套牢，所以筹码的锁定并不充分，筹码丢失后，套牢的可能不再，但希望也不在了，踏空成为了现实。

补充一点：其实市场永远存在多空阵营，投资者的耳朵选择非常重要，只不过，6124因为恐惧踏空而喜欢选择多方，1664恐惧套牢而喜欢选择空方而已，但往往更加喜欢把责任推给声音的发出者而没有把责任归于耳朵。

愚以为：如果认为这两种心理状态是错误的，对于长线的投资者，现在选择害怕踏空而加强锁定筹码也许会避免踏空的痛苦，对于短线投资，卖出是为了买进更加多数量的筹码而非获得更加多的现金。现在可能应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更加重要防止踏空而不是防止套牢。

如果认为这种心理状态是正确的就另当别论了。

其实，那些因为害怕套牢而丢失筹码的投资者，当没有了筹码后，被架空的痛苦、被市场排斥在外酸酸的味道、对多方声音的愤怒及憎恨、当有一点下跌就像见到救命稻草而狂欢等等不健康的心态就会慢慢滋生……

最终，心态的扭曲，会让我们在下一个6124的中段和末段见到这些投资者的身影。

看这篇博客需要耐心和慢慢体味。

（2009－04－29）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学会分析各项现行指标

美国刺激经济特别是刺激房市的政策效应正在逐步见效。长期抵押贷款利率的持续走低，推动房屋再融资贷款需求上升，抵押贷款申请总数量大幅增加，房地产价格止跌回升，现房销售量和新开工数出现一定的回升，这一系列数据显示美国房地产市场出现了一定的企稳迹象，但持续性仍需要进一步观察。3 月份美国采购经理人工业指数、密歇根大学消费者信心指数等现行指标也显示经济有所好转。美国消费数据也结束了单边下行的趋势，我们认为美国消费经过连续大幅缩水之后，未来逐步企稳的概率较大。美国的失业率不断攀升至 8.5%，达到 1983 年以来的最高水平。但需要注意的是，失业率为经济增长的一个滞后指标，即使进入经济复苏期，它也将在一段时间内升高。根据各项数据喜忧参半的表现，就此判断美国经济已步入复苏还为时过早，我们依然维持美国经济的企稳时间在 2009 年底左右的判断。

随着我国政府积极的财政政策及货币政策效应的逐渐显现，各项现行指标出现回暖迹象。其中 PMI 指数不仅出现了连续 4 月的回升，并越过 50% 的衰荣临界点；中国宏观经济景气现行指数也出现了连续 3 个月的回升；一季度企业家信心指数也结束了连续三季度的下滑，出现回升。实体经济层面，正负主导的固定资产确保了投资的平稳增长；伴随着国家出口退税提高等一系列政策的实施以及国外经济的改善，我国外贸形势出现了一定的改善；今年一季度，我国社会消费品零售总额摆脱了去年下半年以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来的下滑趋势，实现了平稳较快增长。

信贷投资保持高速增长态势，流动性充裕。3 月份人民币贷款增量再创记录新高，达到 1.89 万亿元，同比增加 1.61 万亿元。今年一季度人民币贷款总计增加 4.58 万亿元，同比增加 3.25 万亿元。从新增贷款的结构来看，票据融资量下降，中长期贷款大幅增加，反映了未来经济在逐步转好，企业生产投资活动在增加，信贷结构正在向对经济拉动有利的方向逐步优化。伴随着信贷的高速增长，社会的流动性充裕，货币供应量指标 M1、M2 均大幅上升。同时，M1、M2 之间的剪刀差较上月继续收窄，表明货币供应量存款活期化倾向加大，也从一定程度上显示了企业新开工或新生产的复苏，经济活力逐渐恢复。未来信贷的投放将逐渐激活实体经济，中国经济率先复苏的概率较大。

自 1664 到现在，A 股出现了近 50% 的大幅反弹，目前的 A 股的静态市盈率（TTM）为 22.5 倍、动态市盈率为 19 倍左右，市净率为 2.92 倍。从历史估值来看，目前 A 股市场回归到一个相对合理的水平，整体并没有出现高估，特别是涨幅较小、估值合理的大盘股为市场下跌提供了保护垫。另外，指数基金不断发行也反映出了积极稳定市场的政策方向。

整体来讲，目前 A 股市场逐渐由之前低估状态回归到一个相对合理的水平，属于纠错性的上涨阶段，整体并没有出现高估。估值趋于合理并不意味着行情的结束，短期来讲，市场惯性的力量不容忽视；中期来看，伴随着中国经济的逐渐复苏，外围市场的逐步企稳，A 股市场的合理估值水平有可能进一步提升。但是经济复苏并不是一蹴而就的，上市公司的业绩也会有所波动，这意味着整体市场的震荡也将加剧，但蓝筹股对市场稳定作用渐渐重要起来。

长期来看，随着时间的推移，全流通进程渐渐推进，市场稳定的力量也在逐步增加。全流通下市场肯定比股权分置时要合理，利益趋同的动力使往外掏的现象得到改观。另外，全流通的股票对投资者的心理威

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胁要比非全流通小一些，市场稳定的力量也在逐步增加，从这个角度来看，时间就成了化解矛盾的正面因素。全流通局面的渐渐出现，使真正意义上的收购兼并成为可能。这会有效激活市场，控制权毕竟是很多人一生的追求。

（原文标题为《融冰之旅已经启程　震荡或将加剧》　2009－04－30）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会大？还是风险大？

沪指距离2600点仅一步之遥，从去年的1664点至今，大盘已经上涨近千点，近期上市公司的再融资活动日趋活跃，不少投资者开始担心2600点是否成为一个重要的压力位，此位置究竟机会大，还是风险大？我认为，A股在2600点附近的震荡将加剧，但是机会仍然大于风险。

首先，谈谈如何看待近期上市公司再融资活动的升温。一般认为，上市公司的融资活动是对股市的“抽血”，是一个利空因素。但客观地看，近期上市公司的再融资热潮更应理解为股市复苏的表现，而非崩盘的先兆。我们在看到再融资活跃的同时，也要看到目前源源不断的新鲜血液的注入，这主要表现为近期基金发行速度的加快，以及单只基金募资规模较前期的大幅增加。

事实上，融资功能是资本市场的本质功能之一。从历史上看，一个市场的融资功能的恢复并不会造成市场走弱，而往往出现市场的走强，同时对应着市场融资能力的增强、融资活动的增多，新引入资金的速度也在加快，最终达到股市与经济的良性互动，促进资本市场的发展。因此，投资者不必过多担忧上市公司再融资活动给股市带来的压力。

接下来，再谈谈为何2600点机会仍然大于风险。第一、目前大盘重心股票仍在投资区域里，银行、钢铁、有色金属、煤炭等板块并未过度炒作，市场稳定的基础仍在；第二、宽松的流动性局面仍会延续；第三、经济活动已经出现回暖迹象，复苏信号在加强；第四、周边市场已经从恶劣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的状态逐渐好转；第五、政策面的扶持信号仍在促使市场复苏，而非崩溃。

我认为，去年的1664点是百年不遇的投资机遇，也许，1元的花旗银行，0.4元的AIG，33元的汇丰银行，2元多的鞍钢，大量的净资产折价30%~50%在交易，净资产价格交易的A股里银行股票，也许要很长时间的下一个周期才能见到了。

从1664点至今属于一轮新的牛市行情，今年也许表现为小牛。即便现在，也是机会大于风险。当然机会没有1664时大。在投资品种上，我继续推荐三个品种：封闭式基金、B股、QDII基金。个股选择上，银行、地产等机会较大。

（原文标题为《2600点附近的震荡将加剧，但是机会仍然大于风险》2009-05-11）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百年难求的价格，现在出现了……

2008年11月以来，我认为百年一遇的投资机会已经到来，全球的投资者面临的可能是一生都难遇到的投资机遇，因为我们观察到，类似一百年都难以出现的价格，这段时间出现了……

从1664至今，数不清楚的机会已经过去，现在还有机会么?

君不见，我们现在随便就可以到银行换5万美元，这其中会产生什么?

再联想一下，虽然香港股票不那么容易购买，但是，有一个令国人伤心的地方也许大家已经淡忘——B股市场。

我们来研究一下。

国内居民开户有障碍么？没有。

换钱有障碍么？没有。我们A股账户每个平均才20万的市值。

人民币兑换的趋势明确么？明确。我们现在正准备人民币国际结算业务，兑换额度大大放宽。

我们现在是缺乏外汇么？非。我们有2万亿美元的外汇储备。我们正在各个领域放宽。我也在各个场合向上面建议，让藏汇于国渐渐转为藏汇于民。

A股和B股为什么存在巨大的差距？这个事实是正确的还是错误的？如果没有错误，为什么买股票会赚钱呢？

是投资还是投机？这是不同的选择，如果是投资，为什么同样的房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子，固定数量的钱不买两套而买一套呢？这是一个简单的逻辑。

所以，愚以为，B 股里面隐藏着重大机遇，值得重点关注。现在机会很多，也包括 H 股。

B 股的投资要点是，要有坚强的信念，要选择超值公司，分红指标要重视，成长性要重视，A 股都觉得超值就更加理想。

购买 B 股的方法：不用跑到香港，就到你所在的营业部就可以，实在不行就到英大证券来。

B 股有深圳和上海两个市场，深圳市场用港币交易，上海市场是用美元。

你想买深市股票，就换港币；想买上市股票，就换美元。

要先开一个账户。

汇兑损失是一个要考虑的因素，但是有两个方面对冲风险：其一是外币计价之人民币资产。其二价差足够大的话，看能不能补偿汇兑损失。

关于 B 股和封基的机会比较，也是很有意思的问题，封基是赚封基与 A 股的折价，而 B 股是赚 A 股 B 股之间的折价。

关于市场，机会仍然大于风险。

（原文标题为《还有一个重大机遇》 2009－05－19）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到底谁比较准确？

市场上往往充满着有趣的现象，就是市场上有很多比较权威的声音，大的如经济上的一些观点，往往盛行很长时间，由于验证的时间很长，大家在过后也就淡忘了。而股票市场不同，验证的时间很短。

今天上市的有一个品种很有意思，市场表现和预测有比较大的差距。到底谁比较正确？是预测，还是事实？先看一下报道中预测和现实之间的差距：

长盛同庆 A 和同庆 B 今日双双登陆深交所，但表现却可谓“冰火两重天”。同庆 A 以 1.013 元开盘，盘中冲高回落，最终以 1.032 元收盘，涨幅为 2.99%；同庆 B 则折价开盘，0.975 元的开盘价为当日最高价，开盘后最低探至 0.917 元，收报 0.931 元，跌幅达 6.62%。

交易数据同时显示，同庆 A 成交 12.82 亿份，成交金额为 13.23 亿元，换手率高达 24.27%；同庆 B 成交量仅为 7.44 亿份，成交金额为 7.03 亿元，换手率为 9.38%。

以收盘价和上市份额计算，经过首日交易后，同庆 A 的市值为 60.63 亿元，同庆 B 的市值为 82.04 亿元，两者相加的市值为 142.67 亿元，较募集总额 146.87 亿元浮亏 4.2 亿元，亏损幅度达 2.86%，按此前媒体推算有超过八成的认购资金来自机构计算，机构在首日亏损超过 3 亿元。

在长盛同庆上市前，有媒体援引一位金融工程师的话表示，从理论上讲，同庆 B 不具备溢价的理由，机构不可能算不出来。他们赌的就是高杠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杆会带来高溢价。

作为一只“创新型”封闭式基金，同时又顶着百亿基金的光环，长盛同庆在上市前受到机构投资者的高度关注，机构成为认购的主力军，而各大研究机构均发布报告对其进行了价值分析，但长盛同庆的表现却大大出乎机构的预料。

国都证券基金研究员陈薇认为，基金同庆上市初的理论价值应在 0.9727～1.0727 之间波动。其中同庆 A 的波动范围为 1.1084～1.1247 元，同庆 B 为 0.8822～1.0380 元。相应地，同庆 A 在上市初的溢价率应在 10.8%～12.5% 之间，同庆 B 的溢价率则在 -11.8%～3.8% 之间。

招商证券基金分析师杨向阳则指出，长盛同庆 A 的理论价值为 1.082 元，长盛同庆 B 的理论价值为 0.932 元。预计同庆 A 的交易价格不会偏离理论价值过远，同庆 B 的交易价格则会相对理论价值有一定的溢价。

长城证券基金分析师阎红的预测值为同庆 A 的上市定价为 1.09 元，溢价率为 9%，长盛同庆 B 上市定价为 0.95 元，折价率为 -5%。

从上市首日的表现来看，长盛同庆 A 和同庆 B 的收盘价均低于机构预期。同庆 A 的 1.032 元收盘价低于机构预测的平均最低价 1.093 元，同庆 B0.931 元的收盘价也低于机构预测中值。

以上是表面的差距。

到底是市场对了还是预测错了？先看 150007，定价合理么？

现在 150007 有亏损么？大部分没有建仓，基本没有亏损。没有亏损的话 100 元的东西卖 93 元，对还是错？

关键的问题是，150007 而且还有 1.67 的杠杆，君不见，现在的权证是折价还是溢价？

如果，以三年的周期来投资，含 7% 的折价，又有 1.67 的杠杆，应该有市场需求。也许当市场不那么恐慌的时候，会有修正的可能。现在买比认购的时候购买要划算。如果没有市场，为什么有 150 亿的规模呢？要不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是认购的时候投资者错了，要不就是今天的投资者错了。

看来投资者的情绪太恐慌了，其中也许隐含着机会。

市场的情绪变动是不确定的，以上仅供参考。

（原文标题为《我有不同观点》 2009－05－26）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈谈 IPO 对市场的影响

IPO 重启对市场的影响是市场各方所关注的焦点，经过长时间的准备，IPO 重启的条件渐渐成熟了，那么会给市场带来什么？是转折？还是继续？我们讨论一下。

主板优先还是创业板优先？主板 IPO 也许要比创业板要准备充分一些，创业板因为要签风险书，从业人员也许会有些概念，这个工作量并不一般，需要耗费一定的时间。这样分析，主板要优先可能性大大增加了。

上超级大盘股的可能性大还是中小盘的可能性大？如果是超大，不会对大盘的平稳格局有利，而且从历史经验看，刚刚开始恢复也并不是从超大开始，从稳定的前提出发，中小的机会偏大一些，这样对市场的稳定的预期还是具备可能性的。

怎样保持融资速度和引资速度的平衡，是市场稳定的基础，所以，IPO 的开启，还要注意股票发行节奏和基金发行节奏相平衡，这比较艺术的安排了。

观察一下今年的市场，A 股是最早引领全球市场上升的，但从 3 月以来，相对其他市场来说显得比较温和，这也包含了部分 IPO 之预期。再加上上涨了接近 1200 点的市场获利盘的影响，又面临 2800 点的重要的区域。君不见，此区域可是奥运维稳长时间的成交量堆积，还有 2007 年首次上攻的第一台阶，需要一些时间消化也是合理。对这种消化要有准备，但无须恐慌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从影响市场方向的因素来看，今年推动市场回暖的流动性和复苏的预期两大因素仍然没有改变，只要影响大的因素没有改变，相对影响小的因素就不是起到决定性作用，所以也不用将这个因素加以放大。

1664点以来，中国和全球投资者，是投资生涯的一个重大考验，也可能是好多人改变人生的分水岭。因为，分歧从来就没有像这一次这么严重，多方有巴菲特、李嘉诚，空方也有众多著名人士。投资者也分为两派，所以投资的判断正确与失误是非常自然和必然的，无需过分自责，也无需责他（包括向大众提供意见者）。

其实市场永远存在多空阵营，投资者的耳朵选择非常重要。只不过，6124因为恐惧踏空而喜欢选择多方，1664恐惧套牢而喜欢选择空方而已，但往往更加喜欢把责任推给声音的发出者而没有把责任归于耳朵。

写到现在，市场仍然在下跌，是留还是去？再次成为每个投资者信心重要的考验。

愚以为，只要投资品是有价值，只要心存信念，就有希望。

（2009－06－12）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚持，是有底气的

上证指数目前已站上3400点，该点位对应的是28倍PE和3.7倍PB，应该说估值水平正在逐渐偏高，一些投资者开始担忧。对此，我的观点并未改变：6124点需要淡泊，1664点需要勇气，3400点需要坚持。

那么，为何在3400点估值水平偏高的情况下，还需要坚持呢？

主要有五点原因：第一，上市公司业绩随着时间的推移，渐渐好转的概率非常大，这将渐渐降低股市的估值水平。

第二，A股市场还是一个发行并未放开的封闭型市场。在市场兴旺的时候，上市公司广泛利用增发、重组、收购兼并的手段来注入资产，也会渐渐降低估值水平。

第三，此轮资产价格上涨是一个房地产、股票双轮循环、轮番上涨的过程。房地产企业在股市可以融资（通过增发），从而互相强化房地产和相关股票价格。而目前还未看到政策调控动作来切断房地产企业与股市的这种联系。

第四，目前经济复苏的步伐还不稳固，出口并未完全恢复，从而决定了宏观政策不会暂时发生方向性的变化，这在中美两国都达成了共识。

第五，近段时间指数基金的大量发行也是推动股市上涨的重要因素。

但随着指数不断升高，震荡的概率也在相应加大。

据我个人判断，此轮A股上涨只持续了8个月时间，该时间宽度对此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

轮行情是不够的；而刚刚翻倍的行情幅度，也不能充分反映当前市场上升的动能。

就下半年的投资机会，除了我上半年推荐的“五朵金花”——金融、地产、有色、煤炭、航运外，新推荐四个行业——造纸、钢铁、电力和消费。

（原文标题为《为何3400点还需要坚持?》 2009－07－27）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理性面对市场传闻

昨天市场大跌，恐慌尽现。今天翻红。这个时候怎么判断？怎么面对市场传闻？我们来看看传闻。

传闻一：基金没钱了。

基金的仓位比较高是事实，存量的好像不多，但没有考虑到是增量，增量是动态的。刚刚看到居民的储蓄存款降低了，流向主要是两个方面：一是房地产，二是证券市场。证券市场有三个步骤：首先是打新，其次是基金，最后是买股票。

传闻二：证监会限重组。

可能性小，而且已经辟谣。

传闻三：停发基金。

已经在发。

所以更加多是在市场中寻找原因。在上涨了109%的市场中，获利盘太丰厚是主要原因，而且在2400～3478过程中没有调整，也是非常重要的原因。调整的性质是我们要研究的问题。

我思考的问题是，假如现在卖股票，钱放什么地方？

买债？存款？应该不是首选。

买房？可能是其中的一种选择。

打新？中签率低，并且是利润会渐渐平均化。

到最后，股票市场的投资者还是会慢慢将注意力放在证券市场中。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价又渐渐不再便宜了，矛盾就此产生。这就是我主张不动的原因，特别是低位筹码，可以用丰厚的利润作为安全垫来获得更多的利润，当然这个过程是要承受其中的波动。

也许有投资者要问，万一全部回吐怎么办？也存在这个风险，但就概率来说，完全回吐到金融风暴时的概率就比较低了。

其实，这里边有一个理念问题，投资者愿意以货币的形式管理财富，还是以股票的形式，抑或是实物资产的形式？

如果主要以货币的形式，资本市场的参与只是短期，这种状态的投资者就比较紧张，因为要想短线变现就需要每天研究。当市场波动的时候，恐慌就发生了。其实以货币形式的人相对其他资产来说，波动更加大，就今年来说，相对房地产，很多城市已经 -30% ~ -50%，相对股票，很多已经只有五分之一了。只不过大部分人都不这么计算而已。其实，任何东西都有波动。相对来说，资产价格上扬的最大受害者是持有货币者。

如果是以证券的形式，资本市场参与的时间会比较长，其中必然会有波动，这是这种形式必然要承受的代价。

经过了 2008 年 73% 的波动的投资者，在上涨翻倍的市场只是一成多的波动并非没有见过。

2009 年应该不是 2008 年，并非完全没有机会。前段是多方全胜，近段是空方全胜，总不能不给空方一点机会。但随着时间的推移，多方由于业绩的因素也会取得部分支援。假如有通胀的预期的话，多方的支援部队就十分强大。

花开花落，平和看待。

只不过投资者的状态是不同的，投资者的目的也是不同的，投资者的风险承受能力各异。故仅仅是本人的一点小看法，无足轻重。

（原文标题为《后市及热点问题一点小看法》 2009 - 08 - 11）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家之言

股票投资有赢有输，预测股市有对有错，投资者应自己承担赢输责任并自行做出判断。每个投资者在市场的目的、投资方法、投资期限、判断周期各有不同，多空有分歧，才能够有成交。以他人意见作为投资依据并不充分。一家之言，仅供参考。

任何人在股票市场面前，都要有敬畏之心，能够拾一两块小石头已经足已。

前段时间确实是过于乐观了。我还需要好好学习。

人生有起有伏，股票如此，预测更是。既然是做这个工作，就要承担不利情况下的指责和过高期望的失落，即便没有真正法理上的责任。这就是大部分的人在工作之外不愿意出来预测、在工作之内也尽量模糊的重要原因。

最近市场甚是不冷静，看来仍然需要磨炼。现在是对长线投资者进行考验的阶段，这个过程比较痛苦。今年的投资，仍然要忍受不利环境的考验。投资者不仅要有坚强的心脏还要有坚韧不拔的精神，经过 2001 到 2005 年的漫漫熊途，再经过 2008 年 73% 的下跌，他们应该要经得起大的风浪。现在的思考问题是，这次问题大还是上两次？

在重要时间前，位置低些好还是高些好？

在准备了十年的创业板要上市了，开出来合理些好还是疯狂的价位对后市发展更加有利些？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口袋的左边是发股票，右边是发基金，应该还在是掌握之中。

虽然空头仍然嚣张，但过度恐慌并不足取。

太阳有下山之时，也许他日还有上山的机会。

（2009－08－30）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6124 需要淡泊，1664 需要勇气，现在需要坚持

1664 点是中国资本市场一个新的起点，3000 点成为顶部的可能性很小。从更长远来看，城市化进程在中国仍处于初级阶段，未来十年将会出现快速发展，这必将带动中国经济快速增长，所以我国证券市场也还仅处于发展初级阶段。笔者认为，市场重心总体向上的概率较大，但会反复振荡，并且随着涨幅增加，振幅也会加大。要注意的是，目前投资者仍然要忍受不利情况出现带来的风险，这是投资需要经过的磨炼，建议重视长期投资的配置机会。

下阶段经济逐季回升

宏观和微观层面的数据均显示经济出现复苏迹象。在宏观层面，国家统计局数据显示，我国一季度 GDP 增长 6.1%，二季度增长 7.9%，呈现较为明显的止跌回升走势；8 月份全国制造业采购经理指数（PMI）为 54%，连续六个月位于临界点 50% 以上，表明制造业经济总体持续稳步回升。

在微观层面，发电量同比正增长显示宏观经济回暖。继 6 月全国发电量同比增速“转正”后，7 月发电量继续保持正增长，7 月份全国日均发电量同比增长 4.2%，相比 6 月份 3.6% 的增幅继续加大。房地产市场量价齐升。1～7 月，全国商品房销售面积为 41755 万平方米，同比增长 37.1%；商品房销售额为 19600 亿元，同比增长 60.4%；1～7 月，全国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完成房地产开发投资17720亿元，同比增长11.6%，增幅比1～6月提高1.7个百分点。汽车消费再度启动，1～7月，我国汽车产销分别达到710.09万辆和718.44万辆，同比分别增长20.23%和23.38%，预计全年产量超1100万辆。

宏观和微观层面的不断转好为证券市场发展奠定了基础，经济复苏会利好股市。目前经济复苏主要依靠启动居民消费，这个策略很成功，汽车、房地产都成功启动。而6、7月发电量持续保持正增长等微观层面的指标显示，未来特别是三季度、四季度经济会有明显复苏，明年或许会更好。

金融危机冲击进入“衰和竭”阶段。美国各项经济指标走强，随着美国政府及美联储刺激经济政策的效果逐渐显现，美国经济逐渐企稳，今年第二季度美国GDP好于预期，增长率为－1%，比上一季度－6.4%出现大幅攀升；美国7月新屋销售攀升9.6%，连续第4个月保持上升势头；成屋销售则上升7.2%，创两年来增幅新高。

伦敦同业拆借利率（Libor）维持在低位，欧美银行间流动性充裕。美国金融危机引发的金融机构恐慌，导致去年三季度银行间市场流动性趋于冻结。在雷曼兄弟申请破产保护后，市场恐慌情绪导致3个月美元Libor曾在去年10月一度攀至4.82%。而截止到9月1日，3月期美元Libor仍维持低位，仅为0.3344%，显示全球大的系统性风险基本消除。

综合来看，目前全球经济逐渐进入复苏的概率较大。虽然不能排除金融危机对经济的二次冲击，但将来就算金融危机第二波对实体经济产生冲击，但对经济的影响也远不如第一波冲击带来的恐慌大。金融危机的冲击是“一鼓作气，再而衰，三而竭”，将来只是一个“衰和竭”的过程。

政策面倾向微调，但态度未变。去年下半年以来，为应对全球金融危机，中国人民银行进行了十年罕见的大幅下调存贷款基准利率，并适度下调了存款准备金率，开始执行适度宽松的货币政策。国务院也采取了扩大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府投资、结构性减税、财政补贴等多项积极财政政策。

目前来看，宽松货币政策和积极财政政策效果初步显现：政府投资成为上半年拉动经济增长最主要的动力；全国范围内实施的“家电下乡”、“汽车下乡”等补贴政策，有效地刺激了消费；提高出口退税率等政策起到了稳定外需的积极作用；上半年 7.36 万亿的巨额信贷也为市场和企业提供了充裕的流动性。尽管信贷环比下降迹象出现，但是就目前状况看，我国经济增长的基础还不稳固，还需要进一步加强，所以下半年积极财政政策和宽松货币政策的取向不会发生实质性转变。

但是，巨额信贷投放为未来经济过热和通胀带来隐患，所以宽松货币政策会出现微调，近期重启一年期央票发行显示央行微调动作已经开始，但下半年市场流动性充裕格局不会出现大变化。另外，目前政策对证券市场的态度也没有出现实质性变化，基金发行不断获批可以为佐证。综合来看，流动性充裕的大局面还没有改变，这是判断股市走势的大前提和基本背景，如果这个背景发生大改变就需要重新研判股市走势。

驱动因素：由估值转向业绩

上证综指自去年 10 月底从 1664 点上涨到今年最高的 3478 点，最高上涨幅度超过 100%；PE（TTM）估值则由 13.05 倍最高上涨到 29.47 倍，提升 125.8%；PB 估值由 2.03 倍最高上涨到 3.73 倍，上升 83.7%。这意味着，上半年 A 股市场上涨，主要是对去年金融危机以来由于恐慌导致估值大幅低于合理值的纠错性上涨。

目前 A 股市场出现大幅调整，调整幅度超过 20%。截至 9 月 1 日，A 股 PE（TTM）估值为 22.51 倍，PB 为 3.03 倍。静态来看，A 股市场的整体估值水平已经进入合理区间。而动态来看，下半年随着全球经济企稳，中国经济保八目标顺利实现，A 股上市公司盈利水平恢复性上涨也将在3～4 季度逐渐显现出来。所以当上市公司未来的估值水平获得业绩支撑后，目前的点位就不是高不可攀的，而且还有进一步上升的空间。所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以，把时间放长远一点，1664 点播下的种子可以带来很丰厚的回报，危机就是机会。没有金融危机，就不会有便宜的股票摆在全球投资者面前，这个时候我们需要一点勇气。

目前股市投资的机会仍然存在，乐观的理由是目前我们遇到的是百年一遇的金融危机，也是百年一遇的投资机会，下一次再遭遇，可能是数十年后的事情。6124 点需要淡泊，1664 点需要勇气，那么在现阶段则需要坚持。

证券市场将迎来全新时代

全流通进程逐渐完成带来全新投资时代。全流通市场与以前的市场相比有本质区别，随着全流通进程完成，全社会和国民经济的优质资源将逐渐通过 IPO、资产注入、整体上市等途径向上市公司集中，这将使证券市场具备真正意义上的投资价值基础，而不再仅仅是一个融资场所。另外，全流通局面的渐渐出现，使真正意义上的收购兼并成为可能，这会有效激活市场，控制权毕竟是很多人一生的追求。

此外，需要特别说明的是，以前很多优质企业都没有上市，现在包括红筹股回归、优质企业上市等情况都说明，境内股市具备优质公司上市条件，居民储蓄开始向证券市场转移。1664 点才是股权分置改革真正开始的时点，随后才是真正的证券市场全流通时代的开场，这使得大股东的利益和投资者一致，市场环境得到根本性改变。

IPO 重启表明证券市场恢复健康，创业板将促使资本市场进一步完善。证券市场最基本的功能之一就是融资，重新启动 IPO 说明中国证券市场恢复其基本融资功能，股市逐渐恢复了健康。而创业板的推出能推动完善我国多层次资本市场体系，优化资本市场结构，有利于我国资本市场的平稳健康发展；也能够支持中小企业和创新型企业，对这些企业发展提供资金支持，进行有效补充，也符合国家支持中小企业发展的目标。

从历史经验和国外经验看，IPO 重启和创业板推出均不会影响证券市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场原先的趋势。而且，股票的供应仍处于受控状态，如何保持融资速度和引资速度的平衡是市场稳定的关键，把握政策的主动性仍然存在。另外，类似提高杠杆的工具仍然还没有推出，融资融券和股指期货等工具还没有使用，政策使用余地仍存。

择机增加股票配置比例

在下半年的投资策略方面，建议保持或者择机增加股票的配置比例，降低现金和货币式基金、债券及偏债型基金的配置比例；有技术能力者进行波段操作固然不错，但长期投资者应重视长期投资的配置机会；在资产配置方向上，建议依次关注 H 股、B 股、封闭式基金、QDII、A 股；此外，强周期、业绩弹性高的投资品种机会较大。

在下半年的风险方面，首先，如果未来经济复苏进程缓慢，上市公司业绩增长低于预期，将使得 A 股的估值承压。当然，从 3478 点到 2640 点的大幅调整也释放了部分风险，从历史平均水平来看，经过大幅调整，目前 A 股市场的估值水平已进入合理区间。其次，随着行情不断上涨，大小非减持动力也越来越大，再融资、IPO 和创业板等会使行情受压。第三，注意下半年货币政策和财政政策的转向，虽然发生概率偏小，但需要注意微调力度对市场的影响。第四，国家对房地产相关政策的态度将对经济复苏速度起决定性作用。第五，股票市场政策风险是要考虑的一个重要因素。目前为止暂未出现离场信号，过度悲观并不可取。

以上仅仅是本人的一点小看法，并没有任何劝诱买卖之用意，投资市场波动巨大，并不能够以此作为入市依据，由此引起的一切投资收益及损失，与本人无关。

（化定奇对本文亦有贡献　2009－09－04）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创业板二三事

1. 创业板与主板的关系。

很多人认为二者是中学与小学的关系，它们之间有关联但并不能够互相取代或者影响到另一方。不同发展速度和发展阶段的企业能够进入对应的板块，多层次资本市场建设已现雏形。

2. 创业板的重要意义。

创业板打通了资金链条出口，会有效刺激创业及投资，部分敏感的民间投资将迅速启动，中国将形成众多新业态的创新企业，这对促进创新鼓励创新的意义十分重大，并由此创造出大量的就业机会。其实大型企业的改制融资对就业的拉动并不明显，他们主要还是减员增效。再有中国并不缺乏创新人才，只是缺乏鼓励创新的机制。

3. 对待创业板。

如果价格过高，对 PE 者是利好，如果价格过低，对二级市场的接手者是利好。应该以不恐惧不狂热之平和心态来对待之，市场参与各方应该避免短期思维，形成一个较为公道的价格才有利于市场的长远利益。

4. 初期也许中签率要高。

注意下周也许会破冰（已经证实在 9 月 25 号申购十家）。理性对待创业板是理想状态，但非常有可能的是，比较短期行为再现。这样，创业板由于大量的投资者反应不足，也许在初期会比中小板有更加高的中签率。认购可快，接棒要慢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 创业板三原则。

（1）避免过度集中化投资。

（2）创业板的投资比例要与风险承受能力适配。

（3）选择质优而非质劣。

（2009－09－19）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六部分　散户投资的艺术

发行困难时投资胜率要超高涨期，危机中投资从长期结果来看远大于高涨期，符合国家需要的投资胜率更高。

——李大霄投资心得



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题材股，镀金的石头！

一个旅人在旷野中行走，被一头凶恶的大象所追逐。他惊慌失措，不知如何是好，恰好看到一空井，井旁有一棵大树，他赶紧攀着树根，藏身井中。有黑白两只老鼠正在啃噬着树根，四边有四条毒蛇吐着舌头，井底有一条毒龙正在向上张望。他心中万分惧怕。就在这时，从树上的蜂窝中滴下五滴香甜的蜂蜜，不偏不倚地落入了他的嘴中。他顿时忘记了恐惧和担忧，尽情地品尝起蜂蜜来。

这是一个有名的佛教故事，借来警示牛市中后期的投资心态却是颇为应景。记得 2007 年八九月份的市场，上涨已经非常乏力，像招商银行、中国平安、万科 A 等前期领涨的权重股已经开始出现阴跌态势。用另一个指标看，虽然从 2007 年 8 月以来，上证指数的累计涨幅接近 20%，但作为机构风向标的封基的平均涨幅只有 8%，显示连机构都开始抱以谨慎的心态。

当时不少券商和机构经常会这样说：应对市场高估值的最好办法，就是采用主题投资。所谓主题投资，不过是题材股的旧酒装新瓶罢了。当时先后热炒的参股期货和创投概念股，就有点让人找不着北。笔者向期货公司的朋友了解到，即使推出股指期货，考虑到巨大的成本投入，期货公司在前三年也盈利有限，同日进斗金的券商不可相提并论，参股期货公司并不能给上市公司带来可观的投资收益。这些只有概念没有业绩的神话，总有一天会被打回原形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这波低价股行情里，股民比基金经理厉害，新股民比老股民的厉害。经历过银广厦、蓝田股份、亿安科技事件的老股民们，对2007年的行情都会有点似曾相识的感觉，只要故事够动听、概念够完美，股价就可以不断地拉升。当时股市就是“山中无老虎，猴子称大王”。从估值的角度来看，好股票都不便宜了，但市场上钱是不缺的，各路非主流资金开始给低价股和概念股“镀金”，各个都有借壳概念，各个都有重组题材，“跟着感觉走，抓着梦的手”。上市公司的暧昧甚至主动配合，更是在不断催化题材股的行情。

2007年初市场二八现象严重的时候，大霄先生就曾指出题材股、成长股的持续上涨将面临回调的压力，行情表面强势，但内部分化严重。这种情况下的亏损也会比较隐蔽，应该重视。但市场人气鼎沸，镀金的石头正以金子的价格在交易，金子里面的石头到底是价值更高的翡翠还是一钱不值的石头，总有一天会显露出来。

果然，一个月后已经有镀金的石头开始褪色了。我们可以看到“杭萧钢构事件”，一个从天而降的300亿的超级合同，让公司的股价一飞冲天，连续10个涨停板，却被有心人发现其中的诸多漏洞，管理层表示要严查，对其他涉嫌内幕交易的公司也要严惩不贷。随后，出现了“5·30”的暴跌，不少刚刚入市的股民遭遇了5个跌停板的惨剧。

用证券分析之父格雷厄姆的一句话说，“市场从短期来说是投票机，从长期来说是称重机”。脱离基本面即便暂时获得成功，但只要他不离开这个市场迟早会还回去，而且会输得很惨，N年后交过无数学费他才能明白理性投资的重要性。而股市新手有些人喜欢在股市里赌一把，开始或许赌赢的概率大于50%，因为他可能正好赶上了某只股票处在的上升通道里赚了一把；但在时间久了，赌输的概率会上升到80%甚至90%。

“短线交易是浪费时间和金钱的行为，而且会影响操作绩效和自己的身体，任何一只股票，如果你没有把握持有十年，那就连十分钟都不必要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑持有”，巴老的这些名言往往是等这些个股的“镀金”开始褪色的时候，人们才更有所领悟。

我们都不想重蹈“5·30”的覆辙，但即使见识过毒蛇猛兽的凶残，却依然难以抵挡就在口边的蜂蜜的诱惑。例如，半年之后，在2008年初，奥运题材股和农业股就再度遭遇了热炒和之后的崩盘。可以说，市场上每天热点在吸引眼球，越是高潮，故事越是动人，但投资这样的品种，就如同试图去接空中掉下的刀，是个危险的举动。

有人认为追市场热点的趋势投资的长盛之道。有这种想法的朋友不妨可以看看期货投资，这是最好的趋势投资品种，也许有人投资期货暴富过，但能有几个名留青史、全身而退？长久稳定的复利比短时间的暴利更为珍贵，总是幻想一年可以赚十倍的人，等十年后别人真的赚了十倍，他也许还在原地踏步。

在2006、2007年股市开始扩容，IPO、再融资纷至沓来的时候，大霄先生劝诫投资者要客观看待市场的震荡，在新股狂热的时候保持冷静，而在市场恐慌的时候不要非理性抛售。即使是目前的震荡市，大霄先生也鼓励投资者不要时不时的把种子拔出来，这样不利于种子的生长。

我们一直在讲价值投资，价值投资除了对公司估值水平的正确认识外，冷静和平和的心态恐怕更为必要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内幕交易酿恶果

2007年"5·30"暴跌后，大霄先生接受记者采访时，说股市就是一个社会的缩影，什么人都有。一些人为了一些消息、一些内幕，忙里忙外，而最后却不一定能赚到多少钱，有时候甚至把命都赔在里面。

刚刚上映的一部电影《窃听风云》似乎完美诠释了这点。

刘青云、古天乐、吴彦祖，老中青三代帅哥出马，配角里还有方中信、张静初、王敏德等红人，已经让《窃听风云》有了票房的基础。而《窃听风云》之所以出色，还因为它有个扎实程度堪比好莱坞一线产品的剧本。

影片讲述的是刘青云、古天乐、吴彦祖作为香港刑事情报科窃听小组的成员，要通过窃听抓出幕后操纵股价的黑手。但他们监听到一段股市内幕交易后，抹掉记录，第二天就开户入市。三人虽然利用监听到的内幕消息赚了1500万港元，但被监听对象的幕后大老板发现后，对他们进行了激烈的报复。最终吴彦祖丢了性命，古天乐和大老板同归于尽、刘青云琅珰入狱，而一位跟着他们买股票的大妈也因为股价暴涨暴跌，最后跳楼身亡。影片中，每个自以为有内幕能在股市赚大钱的人都下场凄惨。

据说，《窃听风云》在内地上映以来，很多平时忙得不可开交的人也去一睹风云，而这其中有不少股民、基金、券商甚至证券监管部门，不少金融机构甚至包场让员工观映，当作了"内幕交易"的负面教材。

影片的最高潮是，被庄家炒作的风华国际从2角钱涨到最高2.75元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，几乎每个人都疯狂了，单日赚得10倍的财富，那是足可以改变很多人一生的神话。其实，港股市场没有涨跌幅限制，加上还有牛熊证、涡轮等衍生品，股价单日暴涨暴跌，人生大悲大喜其实是寻常事。2007年末，港股直通车本计划开通，不少内地客潜伏入港炒涡轮，期间有中石油上市前夕末日涡轮7日暴涨70倍的壮举；当然，也有随后不少没有买单被迫归零的惨剧。

记得在《对冲基金风云录》书中有一节提到德国历史上的“铁血宰相”俾斯麦的故事。有趣的是，俾斯麦也是一个股民。那个时候，欧洲已经有了证券交易，但是还没有“内幕交易”之说，有宰相但是没有“证监会”。作为政策制定者的俾斯麦炒股有着绝对的优势，例如德国政府即将宣布的一些政策将有利于俄国的铁路股，俾斯麦的投资顾问就帮他把投资组合中70%投到俄国的铁路股，甚至可以先买入一些公司的股票，然后俾斯麦利用手中的“政策权力”，想方设法让这些股票来升值。俾斯麦先生的炒股经是不是让我们这些还在为“政策市”烦恼的小股民望洋兴叹？

如果你有这样的权力，你希望在股市上的年平均回报是多少？50%还是更多？俾斯麦的要求也许会让你大吃一惊，他的投资组合在25年的时间里，年平均回报率是10%，而同一时期的年均通胀率不到1%，对此俾斯麦已经非常满意。更让人难以想像的是，尽管如此，俾斯麦还是经常把在股市的利润抽走，用于购买土地和森林。他的理由是，投资纸质证券是赚快钱的好办法，但林场却比任何东西都更能保值。

在现今的社会，恐怕再没有投资者能像俾斯麦一样拥有对股市那样的操纵力，但是比他大胆的人却大有人在。有把全副身家投入股市的；有借钱炒股的；有相信网络上从未谋面的“带头大哥”而追逐自己根本不了解的股票的……

年均10%的收益已经让俾斯麦非常满足，而我们身边很多朋友一买股票就恨不得天天涨停板。股市上的财富，来得快去得也快，“铁血宰相”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一百多年前的经验，让我们体会得如此深刻。

相比起前两年内地客喜欢在港玩权证，今时今日开始关注腾讯和比亚迪这类成长股的故事。QQ 是很多人每天接触的通讯工具，很多人在上面花钱，却不晓得去赚钱。而身边一位朋友不久前，在 120 港元的位置抛售了手中持有的腾讯控股，持有 50 个月，获取了 15 倍的回报，年复合收益率刚好 100%（不算汇率损失）。

这同内幕交易没有任何关系，他的投资回报完全得益于企业的增长。4 年间，虽然经历了 2007 年的全球资产泡沫和 2008 年百年不遇的金融及经济危机，但腾讯给它的投资人创造了十几倍的利润增长。而投资人无需去考虑通胀、危机、宏观经济等令人头痛的问题，更不用为内幕交易而担惊受怕甚至付出更大代价。

大霄先生经常告诫投资者要冷静、有耐力。山外青山楼外楼，股市这个社会里，没有永远的赢家。即使那些坐庄的人，也不知道哪天会不会突然翻船。快钱虽然赚得痛快，但正如《窃听风云》般，得善终者寡。寻找穿越周期高成长的优质公司，获取人生财务自由的乐趣，才是正道。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

割肉与止损

曾听说过一个金佛的故事。

故事是这样的，山上有个寺庙，一个老方丈带着几个小和尚。后来，山下来了一个金匠。金匠花 1000 文买了一块金锭，用了半年的时间，打造成一尊非常漂亮的金佛，开价 5000 文出售。小和尚们告诉方丈，说佛堂刚好少一尊金佛，但现在寺里的香火钱只有 1000 文。方丈说，我有办法，500 文就能买到，小和尚们都不相信。

第一天，第一个小和尚下山了，问金匠 4000 文卖不卖，金匠断然拒绝了；第二天，第二个小和尚又下山了，问金匠 3000 文卖不卖，金匠更不乐意了；第三天，第三个小和尚下山了，问金匠 2000 文卖不卖，金匠有点后悔当时没有以 4000 文卖出去；第四天、第五天、第六天……小和尚的开价已经到了 200 文，金匠都已经麻木了；第七天，老方丈下山了，开价 500 文，金匠想都没有想，马上拿过钱，把金佛塞到老方丈手上。又过了很久，金匠到了另外一个地方谋生，看到有个金铺在卖金佛，做工还没有当初自己做的那尊好，开价 2000 文，有不少人问津。

在急剧变化的市场中，缺乏逻辑的过度恐惧和最大悲哀，正是像金匠一样的个人投资者。在 6000 点乐观看多，在 1664 点悲观看空，是最真实的写照。每天担心市场每一个细节的波动，而不是关注自己所持有资产的真实价值，被大涨引诱得欢欣鼓舞，或者被阴线折磨得提心吊胆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过股市的几番轮回，很多人才会明白严谨的投资纪律和平和的投资心态比选择好股票的贡献度更高，否则即使拿着金佛，也只能卖个木头价格。很多股民朋友都喜欢看大盘，每天晚上判断大盘是涨或是跌，盘中一看到大盘杀跌，就迫不及待地卖出手上的股票；看到万科、招行在拉指数，又把刚卖掉的股票拣回来。就像金匠一样，和尚出什么价，是和尚的事，为何要影响自己的判断？

投资大师彼得·林奇说过：股票投资的基本原则非常简单并且永恒不变，如果你持有一家赢利不断增长的公司的股票，那么你的股票投资回报将会十分丰厚；在股市里耐心等待更长的时间会让你的投资回报加倍；想知道在任何一个交易日股票走势的人们都会问：收盘是多少点？其实更应该关心的是上涨股票数目与下跌股票数目之比是多少？这种上涨/下跌比率更加真实地描绘了当天股市的真实情况。

对于自己所真正了解的公司，就不会受市场情绪困扰盲目割肉，把金佛贱卖出去了。这是不要盲目割肉的道理。但是作为投资者，应该明白，如果学会了止损，就觉不会到最后盲目割肉了。

笔者非常担心的是，身边很多新入市的股民朋友喜欢“止盈”却不会“止损”。彼得·林奇也提出过股市上一个现象，许多人总是留下满手的“烂股票”，而丢掉所有“好股票”，对于错误的决策不愿意认错。但是，在股市里长久的生存下去，止损是第一要义。1万元的本金，亏损10%止损，赢利11%就可以扳回；亏损30%，要赢利45%扳回，如果亏损50%，就要翻番才能回本了。

“5·30”第一天，有不少老股民敢于在集合竞价直接挂跌停板出货，就是经验告诉它们，面临可能更大的亏损，必须拿出壮士断臂的勇气来，留得青山在，不怕没柴烧。

不要盲目割肉，学会勇敢止损，看起来是两个矛盾的建议，却是股市上的辩证智慧。记得“5·30”事件过后，大霄先生接受媒体采访时，告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诫投资者对 A 股市场应该怀有敬畏之心，永远不要想驾驭市场，尊重市场，承认现实。止损和割肉的辩证，也只有在市场实践中才能真正深切的领会了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股神与大师

"造神"是国人的传统，股市也不例外，正所谓"股市代有神仙出，各领风骚三五年"。可惜，股神很多，大师太少。

人们崇拜大师，却更喜欢追捧股神，因为大师只给方法，股神给的都是结论。A 股历史不长，但每个阶段都有"股神"出世。杨百万、赵笑云、林园、"带头大哥"、叶荣添……这些都曾光芒耀眼的明星，有些还活跃在舞台上，有些已黯然失色，有的被迫远引甚至锒铛入狱。

"股神"们之所以成为"股神"，必然在某些时段的预测颇为精准，能给股民快速带来财富的增值，精准得甚至让人觉得神秘。"午夜的太阳下，隐藏着寻金人的怪异之事"——《对冲基金风云录》曾描述了这样一个故事，说一个因投资失败而落魄的经纪人，一次意外遇到了一位卖《华尔街日报》的老人，神奇的是，这份报纸记载的不是过去而是未来市场所发生的结果，虽然老人并不是经常出现，但足以让这位经纪人成为万众追捧的"神"，直到有一天，他在报纸上看到了自己的讣闻……

这是一个黑色的幽默，其实以讽刺的笔法，告诉了我们，靠频频短期预测而显赫的"股神"并不能长久，追随的这样的"股神"恐怕也不过是一条不归路。笔者也亲历过股市江湖大佬失手的故事。"武叔"（化名）纵横江湖十数年，阅股无数，做过券商老总、管过社保，管公募基金的时候，业绩出类拔萃；后来自立门派，业绩同样斐然。中国国航上市 2 元白菜价烂于市的时候，武叔携巨资倾囊买入，后获利十数倍，并在"5·30"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前高呼“夏季无行情”，让江湖众人叹为观止。然而2008年却成了其滑铁卢，彼时正值春天，武叔现身羊城，放言4100点乃年内大底，6月前将直破新高，并放言“武某纵横江湖13年，几时看错过?”，当然结果证明，武叔看错了，而且败得很惨。

所以说，迷信“股神”并非投资者正途，“股神”只是投资人渴望快速获利的拐杖和幻影。大霄先生从2005年至今，对股市大势的判断几乎可谓无出其右，媒体更是冠以“100%的准确率”的桂冠。但熟悉大霄先生的朋友了解，他很少对短期走势和个股做判断，然而对大势的把握，心中自有沟壑，在狂热中泼一瓢清泉，在寒冬中添一把旺柴。

大霄先生也“追星”，他不追股神，但追大师。巴菲特、李嘉诚的动向，他都反复玩味，并用于对后市的判断。大师们往往因为高瞻远瞩而孤独，出手之际总得不到理解，巴菲特每次抄底被套，总少不了被冷嘲热讽，然而将时间拉长，人们才会不断惊叹大师的智慧。

2008年，巴菲特斥资18亿港元入股内地在港上市公司比亚迪股份，此次投资也是巴菲特在美国次贷危机转为信贷危机之后，进行的第二笔重大投资。在一次接受电台节目访问的时候，巴菲特如此评述中国资本市场，“那里确实蕴藏着很大的机遇，在环境适合的时候，你会看到我们在那里大规模投资”。香港投资界，有“香港巴菲特”之称的李嘉诚也一直建言谨慎，但是当时，东亚银行遭遇挤兑股价大跌后，李嘉诚也果断出手了。耐人寻味的是，当两位殿堂级的人物出手的时候，国内的投资大腕们却对A股前景依然甚为担忧。“救市政策不会从根本上恢复信心”、“经济最差的阶段还没有到来”……

巴菲特总是在最恐慌的时候抄底，因为“我从不为可能出现的突发性危机而担心，我也只是希望能够以足够便宜的价格购买好公司的股票，所以我从不对那些不打算去理解的事情担忧”。大霄先生也是如此，在2008年底，不少国内优质公司跌破净资产之时，大股东纷纷回购，他开始大呼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入，同样修得了正果。

大霄先生也是孤独的，6124 点的巅峰，他惊天一呼，却奈何曲高和寡，甚至为得不到同事、亲人、师友的理解而一时惆怅。但是，大师们对真理的坚持是不变的，不屑于做墙头草，更不屑于为了短时之利益而出卖真理。不少人以“门徒”、“神童”、“东方巴菲特”等名号，借大师之名往自己脸上贴金，但是却频频指点股市江湖，为博虚名而行“股神”之实，奈何交出的成绩单却往往是一塌糊涂。还有人，误读“价值投资”，死捂所谓的价值股，却最终误人误己。

大霄先生性谦虚，不喜自夸和包装，连出书都是笔者和朋友多次督促。但他是经过实战和学习，凭借自身的努力和智慧，于草根中悟得大师真谛的行者，也是从业者中，距离大师最近的人之一，孜孜以求的也是“有中国特色的价值投资之路”。相比较市盈率，大霄先生更喜欢市净率等指标；关注政策导向、关注大股东动向；从一些市场现象中判断大势未来方向，这都是大霄先生结合大师智慧和内地股市特点而形成的智慧结晶。

巴菲特投资华盛顿邮报之旧事，至今历时数十载依然为人称道。耐心细读近几年来大霄先生之智慧结晶，同样可以汲取大师智慧，为自己在投资道路上寻得更多的真谛。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股民“三戒”

2008 年有人用“三反”总结前几年的操作策略：2006 年要反动，2007 年要反恐，2008 年要反贪，非常形象。笔者根据自己和身边人的例子，想用“三戒”来帮助股民朋友在投资道路上避免无谓的行为。

第一要戒的是，“做短线，追求快速暴富”。

很多人刚进入股市，喜欢做多做短线，见好就收，希望提高资金的收益率，实际上这是“贪心”又往往失败的投资行为。

对普通投资者，大霄先生一直提倡抓住大势买进或者卖出就可以了，6124 不买，1664 点买进。等待，时间长一些，收获就会多一些。毕竟能准确把握小顶及小底的就那么十来人，板块的轮换节奏更是难上加难。

2008 年在红 5 月、红 6 月之梦相继破灭之后，在奥运的圣火前，7 月似乎是最大的机会了。当时市场气氛大大复苏，周围的朋友都忙着补仓抄底，兴致很高。奥运行情还有多少可以期待？红 7 月有多红？这是媒体记者和股评家们难以回避的话题。但对于一名理性投资者而言，不到一个月的短期投资行为值得全身心去参与么？当时有位私募朋友信誓旦旦地说，今年全年就靠 7 月吃饭了，但我记得 3 月和 5 月，他都说过类似的话。让我困惑的是：如果大家都想在 7 月“吃香喝辣”，那谁是埋单的人？

事实上，2008 年初大霄先生对奥运行情的观点就与笔者不谋而合。2008 年上半年购买股票者的一大理由是，8 月是奥运会，奥运会就等于上涨，所以提前购买等到奥运会卖出这是比较普遍的心理。但是再深入地想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一下，大家都想在奥运会时找买家，那么届时购买者的理由又是如何？要等到下一次奥运会就比较长了。

大霄先生还从以往各国举办奥运会前后股票市场数据中指出，奥运会并不意味着股票市场的上涨。奥运会的建设是要提前多年的准备，反映在上市公司的业绩增加因素已经体现或者部分体现了，受益的也是局部而非全体。

做短线的股民都喜欢追逐有机构或者“大师”提前预测未来走势。在各路论坛和研讨会上，最多的问题也是，“您认为今年股市能涨到多少点，还不会不跌”等等。实践上看，大师和机构们预测成功的概率和买彩票中签的概率差不了多少。特别是 2008 年，市场跟所谓的专家们玩了一个游戏。

大霄先生对 2008 年 A 股市场“乐观者众，谨慎者寡”的原因分析的比较透彻。券商、研究员往往会受到游戏规则和商业模式的制约，刻意去迎合投资者的习惯，缺乏一定的独立性。特别是在只有单一做多赢利模式的 A 股市场面前，看空者又是显得多么弱小。

其实想做预测大师也很简单，坚持一辈子唱空或者唱多，总有正确的时候，现实中不乏这样的大师。但是对于大多数想从股市中赚得真金白银的小散户们来说，做股票必须要预测，但是我们所要追求的并不是可以预测到最终的结果，而是提高预测的概率。

二戒：“把长线投资当价值投资”。

大霄先生也经常用很形象的比喻鼓励投资者长期投资，如果时不时将播下的种子挖出，对种子是不利的，只会令挖出来的人睡觉当晚香些，但这样很容易痛失筹码，过一段时间的睡眠就不一定香了。但是，当种子已经涨成大树，苹果都快要烂掉的时候，如果还不摘，那就是另一个错误了。

人们经常混淆长期投资和价值投资两个概念，也往往唱着价值投资，却迷恋趋势投资的乐趣。当一年的时间，A 股从 6124 点滑落到 1664 点；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当“最后的贵族”茅台也从百元股的神坛跌落；所有的价值投资者都在反思，价值投资是不是一个真实的谎言？当基金经理们都在兴致勃勃做波段操作的时候，长期投资是不是已经濒死？

2001 年 6 月 14 日 2245 点，是上一轮牛市的顶点，也许很多人哀叹 7 年后，一切都归零。但是，万科、双汇、美的等 20 只股票，7 年间股价年复合增长率超过 20%。如果在当年 8 月茅台上市后以 37 元买入，7 年后即使股价从最高价跌去一半，复权价依然有 424 元。当然并非所有的公司都值得长期投资，若选错了投资标的，长期持有确实无异于自掘坟墓。如果当时买入的是四川长虹，到如今股价已经跌去 7 成。价值投资三五年说明不了什么，坚持几轮牛熊下来才是真的英雄。

熊市是价值投资最佳起点，价值投资本身也没有错，只是问题在于中国小散户们（包括很多机构投资者）不是像老巴那样吃透公司、人弃我取，反而喜欢追涨，在市场亢奋的时候做价值投资，所以也只是伪价值投资者。

相比较股市而言，普通投资者往往投资楼市更为成功。笔者有位同事在 2003 年以 4000 元的单价在广州天河公园附近购入了 100 平方米的物业，虽然 2008 年房价出现调整，售价依然在万元以上。我向其请教，为何如此有敏锐眼光，能在谷底时成功抄底。她回答称，对于楼市并非有研究，只是当时陪朋友看楼后，计算了一下，如果买入物业，每月租金可达 2500 元，年回报 3 万元，年投资回报率超过 7%，比存银行还要划算，所以就出手了，谁想就抄底成功了。

股市其实也是一个道理。记得最初学投资学的时候，股票定价最简单的模型就是股息除以利率。随着时间的变迁，估值越来越复杂了，有市盈率法、市净率法、现金流折现法等。现在用“混乱”形容股市并不为过，国际油价、美元汇率、CPI、PPI、GDP、加息预期、大小非、基金动向、政策预期……太多的因素纠结其中，让投资者雾里看花，不知如何下手。

同样，放在 2003 年，一片风雨飘摇中的楼市，有几个人能看得到未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来的趋势呢？坦白地说，楼市、股市这样的资本品，当泡沫破灭之后，杀伤力是惊人的。不过秉承“稳定现金流”的投资法则，则是相对安全的投资策略。对应于投资物业获得的租金回报，能够提供稳定分红的上市公司，同时分红率具有一定吸引力的股票，对于“耐不住寂寞”的资金而言，就是安全之选。

同样，在2008年年底之时，不少B股公司的分红率和可转债的到期回报率已在8%以上，却无人问津，而大霄先生却积极呼吁，恐怕这就是真假价值投资者的区别。

三戒：“沉迷股市荒废工作”。

当然，对于众多普通投资者来说，最应该戒的是，为了炒股荒废了本职工作和家庭。

罗杰斯曾经在致投资者的一封信中这样说：“投资致富的轨迹在于，做自己喜欢的事，拥有热情，愿意不断地学习、做功课，发掘别人还没有看到的机会，这是我永恒不变的投资哲学。”的确，股市，改变了和改变着很多人的命运，大多数人并非不可以拿到转动命运的轮盘，只是看是否同时具备天分、勤奋和坚毅。

但是，对于普通人来说，如果不是以证券投资为主业，必须要权衡为了投资在时间付出的得失。一位朋友在2008年除夕那天发来短信，“最近两年在股市上收获了很多，也失去了很多，从今天起我清仓了，2008年最大的投资就是做好本职工作，多陪陪家人。”

股神巴菲特选择企业一个关注指标就是稳定的现金流，对我们来说本职工作才是提供稳定现金流的最好投资，和谐的家庭也是“情感现金流”的来源。

所以，对大部分投资者来说，投资的成功之处，选择好的资产管理人和合适的理财产品，恐怕比选择好的个股和把握每个投资时机来得更为重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判断拐点的艺术

2008 年，一本小书突然开始火了起来。2006 年 10 月，华安基金出资翻译出版了一系列关于华尔街历史的丛书，其中就有《1929 年大崩盘》，由于彼时处于牛市气氛中，加之译文质量欠佳，乏人关注。但是当全球性金融大恐慌再次出现之后，人们又开始冀望从历史经验当中寻求出路。耐人寻味的是，这本小书 20 世纪 90 年代在美国重印时的序言中，开宗明义提到："此书经久不衰另有原因，每次重印在书店上架销售，就说明了另一个泡沫的破灭或接踵而至的灾难。"

2007 年，谁也无法想像 A 股会冲破 6000 点的高位；当然一年之后，任谁也无法想像，A 股竟然会跌至 1664 点的低位。但我们相信，尽管一个人的命运无法反复轮回，但股市可以。终究有一天人们会再次在财富的梦想中欢歌，而忘却今天的痛苦，只是可能已经物是人非。

熊市虽然残酷，却伤人不深；牛市很美好，却是要吃人。虽然这次的调整同以往的因素不同，但是害人的本因都一样。绝大多数人是牛市中后期入场，又被牛市思维定势，即使是经过一两轮的下跌也不改初衷，包括诸多基金经理在内，越跌越买，结果伤痕累累。实际上股市一旦转势下跌，就是一个温水煮青蛙的过程。牛市在初期的时候，是"造神运动"，民间股神、基金经理、私募大腕、带头大哥，各个如雨后春笋般涌现出来；而后期却是"灭神行动"，带头大哥、私募、基金先后倒下。

2008 年的这波下跌中，据笔者了解，许多前期成功逃顶的老手们却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在后来的抄底中惨遭套牢，农化、新能源、创投等都是老手们热衷的板块，结果往往短时间内市值折半，可谓惊心动魄，真正全身而退，休息观望的人寥寥。

当很多基金、券商都在期待8000点、万点盛世的时候，大霄先生在2007年底就指出牛市可能阶段性结束。沪市和深市平均市盈率最高分别达到70和73倍，两市市净率也达到6.82倍的高位，这不仅仅是A股市场的高值，也是世界股票市场的高值，已经可以和日本股票市场和台湾股票市场泡沫崩溃前的高值相比较。

面对已经是GDP两倍以上的市值，大霄先生指出股改前两年是流通股股东享受了对价，股改后两年将是由非流通股股东享受对价的时候了。解禁股的迅猛增长对估值压力不可小视。股息率只有1%左右，还要付出6%的年交易成本，相对3.6%的存款利率而言，明显吸引力不足。用1元钱存款去换主板0.155元或者中小板0.112元的股票净资产，究竟是否值得？

当然，其观点当时很多人都不认同，黄金十年美梦未醒，不过大霄先生的观点虽然苦涩，却得到了市场的验证。

而在熊市中后期，越来越多的朋友，开始偏爱现金（包括债券和银行存款）。债券基金和货币市场基金受到广泛追捧，部分对大额申购开始限制规模。而股票又变成了"万人憎"，号召"买入美国"的股神巴菲特被人嘲笑。当时很多人开始说巴菲特已经开始抄底了，买了高盛、买了比亚迪。但是媒体似乎有意无意忽略了巴菲特向高盛提出的苛刻条件：永续优先股、3年后可赎回、10%的分红、低价的认购权证、4名高管不得在巴菲特之前卖掉所持有的股票……无论怎样，老巴都不会输，这位格雷厄姆的学生，虽然不断将价值投资发扬光大，却并没有忘却绝对安全这一奥义。

挺有趣的一个现象：2008年上半年，不少金融资本痛斥大小非是做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空中国的罪魁祸首，并表示全流通时代产业资本掌握了A股的定价权。实际上，看看产业资本后期的所为：随着三季度报告公布完毕，鞍钢股份、深圳能源、盾安环境、海越股份、新华锦、辰州矿业、中兴通讯等多家公司的控股股东、实际控制人或公司高管宣布在二级市场增持公司股份，而天音控股则打响了A股回购的首枪。在2005年和2006年，当市场在为股改效应争论不休的时候，以宝钢为代表的产业资本却在南征北战，而2008年这种并购的热潮也开始再度涌现。同样，2008年在基金继续做空的时候，QFII却在第三季度新进入38家公司，增仓13家公司，对30家公司的持股未变，而出现减仓行为的仅有6家公司。而在2005年，也正是QFII抄了中国股市的大底。

2008年末有项统计显示，近半数的基金经理和研究总监将2009年上半年股市的运行区间定位在1300点到1800点。事后看来觉得可笑，在从1000点上到2000点的时候半信半疑，在5000点之上却又信心满棚，跌到3000点的时候义愤填膺，跌到1700点却又噤若寒蝉。

而在此时，大霄先生已经开始鼓励投资者增加股票配置。经过市盈率、市净率的横向比较，他指出A股市场已经回归到一个相对合理的估值水平。同时大小非开始出现增持的状况，改变以往单边减持的格局。拥有高瞻性的社保基金也已悄然入市。A股平均股息率也上升至2.07%，相对银行利率变得非常有吸引力。大霄先生非常关注政策面和社保基金的动向，这一点在笔者另一篇文中也有提到，同时大霄先生很注重股息率和银行利率的相对比较，正是两者的反转奠定了牛熊的转折。

2009年的走势又一次验证了大霄先生的观点，顶底皆判。

对风雨飘摇的市场，笔者在当时也曾做了一道简单的算术题。如果按照当时年利率水平的话，银行存款相当于30倍市盈率的投资，市盈率是股票的3倍以上；考虑到未来继续降息，存款的市盈率可能达到50倍以上！股票已经变得相对便宜。产业投资者比财务投资者更能清楚公司的真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实价值，在低迷气氛中，他们的集体行动更能说明问题。凭借这个判断，笔者当时也鼓励身边的朋友挑选种子播种，迎接春天。

果然，截至2009年7月末，股市从1664的低点上升至3412点，经历了不小的牛市。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来自熊市的思考

“退潮的时候，才知道谁在裸泳”，这是基金经理常挂在嘴边的华尔街名言。但是真正当潮水猛然退去的时候，大家才发现穿着泳衣同样无济于事。

人们往往喜欢从历史中寻找依据。本币升值时代，日本股市的崩溃是升值到位所致，台湾地区股市崩盘是调控不当。似乎 2008 年中国股市环境好得多，但依然没有逃过惨烈调整的厄运。

俗谚云，每次牛市，都是对普通家庭财富的血腥清洗。信然！痛定思痛，当熊市已然来临的时候，“鸵鸟政策”未必是上选，适度的操作也许能减少已有的损失，遂将熊市来的一些心得供朋友们一起思考和分享。

在 A 股的历史上，牛短熊长的现象较为明显，必然有其原因。每次牛熊转换的客观原因都有不同，但是人性从来未变。东方人骨子里赌性偏重，而大多股民后知后觉，往往重仓压在牛市后端，形成层层压力沉重的套牢盘。细心的朋友可以做个调查，身边没有被套牢的股友有几人？持仓在手是为求解套良机还是真正愿长线持有？所以也不难理解，为何每次反弹都是昙花一现，因为有人陆续离场。再思考一个问题：惨痛割肉出来的人，再度进场搏杀的可能性又有几大？在牛市后期，社会平均风险偏好大增，而在熊市中则明显偏保守。而 2008 年牛转熊，还有大小非减持的压力。

2008 年初，大霄先生指出中国股市存在着内忧外患，将接受市场化、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际化的考验，这轮调整必将是深刻和渐进的。经济减缓和通胀压力共存，从紧的货币政策抑制着资产价格的上升。巨大的解禁股压力也一直萦绕在 A 股投资者心头。

借伟人的话来说，2008 年这一轮调整无疑是一场持久战。2007 年是傻瓜都能发财，2008 年聪明人也要头破血流。

在熊市中，不少人会遇到同样的情况，如果已经被套牢的话，该怎么办？2008 年末，场内不少投资者已被“腰斩”了：股票跌了 50%，涨回原来就是 100%，这是道简单却又复杂的算术题。对于深度套牢的投资者而言，困惑往往不是来自下跌，因为反正不打算卖；反而在股市反弹的时候迷茫，到底要不要割肉出局？

其实很多投资者一直混淆着机会成本和历史成本的概念。怎么说？比如持有一只股票 A，买入价是 100 元，那么历史成本就是 100 元。如果股票跌到了 50 元，很多人不愿意卖了，希望股票涨回到 100 元的时候解套出局。为此惯用的理由和口吻是：反正跌这么多了，就放着吧。实际上他是以历史成本在核算自己的投资。然而，股票 A 能否涨回到 100 元，依然还是未知数。

对于真正的投资者而言，应该关注的是资产的机会成本而不是历史成本。如果用历史成本的思维来理解，把前叙的股票换成从 200 元跌到 50 元的股票，可预期的回报率是不是更高？不能因为股票 A 跌了 50% 就不肯卖，怕卖在地板上。股票 A 下跌了 50%，并不是我们持有它的理由，而应该深入分析未来这只股票是否真的有空间？四川长虹，最高价是在 1998 年创下的，如果在当时买入，即使持有到去年最疯狂的时候也不能解套，但如果在跌去一半的时候换成万科 A，则早已解套甚至翻番有余。有些股票如曾经的蓝田股份、亿安科技，更是早已万劫不复了。

所以说，对于套牢的投资者而言，如果拘泥于历史成本，那么可能在机会成本上付出更惨痛的代价。所以，套牢了就对股市不管不看的态度是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不对的，指数可以回到6124点，但是很多个股恐怕永远都创不下新高了。被套牢的投资者，必须审视和比较手中的持仓品种，以积极的态度来应对市场的变化。

另一方面，笔者认为熊市中所有投资者都不应该脱离股市。答案非常简单，亏损虽然普遍，但真正亏损的只是那些在股市3000点以下时完全与股市脱离接触的那群人。那些与市场始终保持接触的投资者只是少赚了而已。很多人认为自己可以远离股市，却往往在最疯狂的时候杀人场内。

对于套牢的朋友，不妨用机会成本的角度来思考一个问题：如果你现在持有的是现金，是否愿意买入等额的股票来抄底？如果是，那不妨在每次暴跌的时候，勇敢地慢慢增加仓位，当市场出现反弹之后，把浮动仓位抛售兑现利润以减少损失。

熊市中管理层也一直在努力，但是任何一个国家的股市都是多元博弈的结果，不会单纯以政府的意志为转移。2007年大牛市，4000点的时候管理层开始提示风险，但是到了6000点股市才见顶；所以反过来我们也可以理解，为什么此前管理层和权威媒体不断以各种途径维稳，但是市场没有大的起色？股市暴涨暴跌背后还有人性使然：疯狂的时候不顾风险，恐慌的时候信心全无。

从历史数据看，股市市净率1.5倍到2倍是极限水平，而预期现金分红率为一年定期存款的1.5倍到2倍之间才非常有吸引力。虽然2008年年中，市场还没有达到这样的水平，但相对高位而言已经回归到了合理水平。

大霄先生在2008年末指出A股逐渐出现了较大的安全边际。到1664点时为止，A股市场已经从一个前所未有的泡沫状态回到了合理水平。社保基金悄然进入，大股东也出现增持的局面。

对于熊市中抄底的技术，笔者认为投资者不必去刻意捕捉“最佳击球点”，因为这往往是徒劳之举。价值投资者们会感谢熊市带来的低估买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会。熊市末期最关键的不是种子什么时候开花结果，而是播下的是什么种子和以什么样的形式去播。对于看好的公司，不妨在熊市末期尝试性建仓，当然建仓的速度要控制，因为在真正的底部出现之前，我们是无法判断的，但是部分介入有利于我们把握先机。巴菲特老先生抄底也是蚂蚁搬家式的建仓，我们何不学习下呢？

“看着这棵树，. 我不能让树为我开花，也不能让它提前结果。”

“但有些事情我们可以控制，我还可以控制在何处播种，我可以控制播种什么”。

还记得《功夫熊猫》中龟仙和师傅之间这段颇有禅意的对话么？股市中也是同样的哲理。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洼地寻金

大霄先生在1664点A股见底后一直大力唱多，关心他的朋友可以发现，见诸于媒体的观点中，B股、H股和封闭式基金是他推荐的对象。但是在大霄先生的著述中，对于这些板块的具体投资技巧涉及较少，笔者在这里来做一个补充。由于投资渠道的问题，主要针对B股和封闭式基金。

笔者和大霄先生一样，对封闭式基金和B股有偏爱，这其中的原因应该是对价值投资理念的遵循：同样一家公司，B股的价格是A股的一半，如果长期看好的话，到底该怎么选？如果秉承价值投资，其答案不言自明。

但是很多投资人不喜欢B股，因为其流动性不佳，并不是短线的炒作工具。原因同回顾B股的历史有关：B股是中国股市历史原因形成的小群落，最初只是吸引外资的一个窗口，所以只对境外投资者开放，其中沪市B股以美元交易，深市B股以港币交易。2001年，B股向境内投资者开放，一度井喷，结果外资高位套现，让不少内地股民“套牢”，从此B股被打入冷宫。2007年上半年的时候，一度传闻B股要和A股合并，因为当时折价非常高，B股再度井喷，但是随后传闻没有兑现，B股随A股再次暴跌，又套牢了一大批人。所以很多股民谈？B股而色变。加上国企现在可以发行H股，而外资也可以通过QFII买入中资股，所以B股的流动性越来越差，成了被遗忘的角落。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但这正是因为这样，不少公司的 A 股和 B 股之间存在了较大的价差，有些差价甚至到了 50% 甚至 70%，从而带来了难得的投资机会。

和 1664 点以来得这轮大抄底，笔者把主要精力放在了 B 股上面，并不断向身边的朋友推荐，但很多人嫌麻烦，觉得还要再开户，还要换港币、美元。但结果证明，这点辛苦和麻烦是值得的。

我们现在看看丽珠 B 的例子，当时丽珠集团已经在 2008 年中提出了在 16 港元以下回购 B 股的计划，但是因为外汇手续还没有到位，公司一直无法启动回购计划，在金融危机冲击下，B 股股价也跌倒了 5.5 港元以下。熟悉行业规律的朋友知道，医药行业对经济周期不敏感，国内医药行业基本上都能保持年均 20% 的增长速度，而丽珠集团当时每股的净资产在 6 元左右。当时笔者立刻被吸引了，这不是巴菲特提出的“安全＋成长”的理想投资标的么？.

实际上，当时 A 股的投资环境正是最恶劣的时候，甚至有人预测 A 股要跌回到 1000 点，但是当初的丽珠 B，绝对到了可以“主动买套”的投资节点。在不到一年的时间里，丽珠 B 的股价最高涨幅近 200%，大大超逾了指数也跑赢了不少基金经理。目前，不少券商研究员对丽珠 A 股的股价预测已经在 30 元甚至 35 元以上，对于股价刚过 15 港元、市盈率 10 倍左右的丽珠 B，依然值得长期持有。

自丽珠 B 之后，笔者对 B 股的研究和投资力度逐步加大。笔者选择的条件是，公司 A 股被机构看好重仓持有，赢利增长速度在 20% 以上，而 B 股折价较大，市盈率低于 20 倍的公司。随后，笔者先后挖掘了高折价的南玻 B 和长安 B；从张裕 B 和张裕 A 的比价，又找到了低估的古井贡 B，从国药控股 30 倍市盈率的 IPO 定价，挖掘了一致 B。

虽然流动性不佳，但是这些 B 股随后都有了不错的表现，甚至不输于 A 股。值得注意的是，按照政策规定，上市公司派发红利，B 股股东甚至不用缴纳 10% 的红利税！像粤电力 B、杭汽轮 B、粤照明 B 等偏爱分红的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司，长期持有B股拿分红也是不错的选择。

笔者要提醒的是，对B股投资，必须要分清楚相对低估和绝对低估的区别。A股在1664点之时，不少优质的B股已经跌破净资产，市盈率达到个位数，这属于绝对低估，此时买入并长期持有是好的选择；但是不少人在A股6000点之时，看到价格相对低估的B股而买入，结果随A股一路套牢。换言之，投资B股，其和A股的折价率只是一个相对指标，关键还是要看B股本身成长性和估值之间落差产生的投资机会。

再来说一说封闭式基金，因为工作的关系，笔者对于基金投资也略有了解，和大霄先生一样，笔者对于封闭式基金也是颇为看好。对于封闭式基金的投资，除了对大势的研判外，最重要就是关注折价率和分红，这两者搭配给封基带来了巨大的威力。

封基的投资，在行情启动期主要看折价率。例如，基金景宏在2008年6月27日净值为1.50元，收盘价为1.06元，按照70%的仓位粗略计算，大概1份景宏含0.5元的现金部位及1元的股票部位，这意味着用1.06元现金，可以换来0.5元的现金和1元的股票。换句话说，就是用0.56元的现金换来了1元净值的股票。而景宏是2014年到期，到期要转开或者清算。如果6年期间，景宏的净值不变，而且不计算债券和基金部位的收益，那也有40%以上的回报率；如果股市继续大跌，只要跌幅在40%以内，依然可以实现保本。

而在行情的中后期，封基投资主要是看分红因素，按照基金契约规定，封基当年已实现赢利的90%要用以分红，而封基分红后，折价率将变大。所以，像在2007年的大牛市，封基的分红就会非常可观。由于基金分红部分免税，部分企业为了避税，也会在年底增持封闭式基金，从而带动交易价格的上扬。例如，上一轮牛市大盘在2007年11月份见顶，但是由于巨额分红因素的存在，封基整体在2008年1月份才见顶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从长期投资来看，封基的折价率会逐步缩小，所以也优于一般的开放式基金。综合来看，大盘从2005年的1000点到2008年六月底的2700点，涨幅约为170%；但上证基金指数同期从700点到3500点，涨幅有400%，差距是惊人的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学巴菲特，投资转债

大胃先生经常会观察巴菲特对于经济大势的判断，笔者并非宏观经济的高手，但是从巴菲特的投资技巧中，也收获良多，尤其是当股市处于熊牛转折期间的时候，投资转债是很好的选择。

2008 年 11 月，美股持续暴跌，让不少人又开始嘲笑提前抄底的股神巴菲特也是老眼昏花，看错了形势。从账面价值来看，巴菲特投资通用电气和高盛，的确损失不少，但是不少人也许误读巴菲特的投资决策，这只“老狐狸”所买入的是“优先股”。

在国内，尚没有优先股的概念，很多股民朋友尚不大了解。如果形象地说，就是介乎普通股和债券之间的投资品种。我们以巴菲特 50 亿美元买入的高盛优先股为例来说明，优先股和债券一样，享有固定的红利（利息）收益，高盛给巴菲特的是 10%。意味着，每年高盛要支付巴菲特 5 亿美元的固定红利，当然如果以后高盛的分红率更高，巴菲特也只能拿 10%，但这已经大大高于国债利率。除了安全，巴菲特没有放弃可能的暴利机会，同时获得了一个认股权证，5 年内可以以每股 115 美元的价格，认购 50 亿美元额度之内的高盛股票，当然现在高盛的股价已经大大低于 115 美元，但是只要 5 年内高盛股价高过这个价格，巴菲特还可以从认股权中获得超额利润。

巴菲特选择的是“永久性优先股”，意味着不能转成普通股，但是只要不被赎回，就可以永远拿 10% 的股息。从现有资料中，找不到高盛是否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有赎回优先股的条款，但是通用电气要想赎回，必须在三年后，而且要溢价10%。同时通用也支付了巴菲特价格折让的认股权证。如果不是高盛和通用电气走投无路，相信不会跟巴菲特做这么一笔不划算的买卖。当然，巴菲特也并非绝对安全，如果高盛真的破产的话，他的权利也无法兑现。但是优先股的股东可先于普通股股东分取公司的剩余资产。

我们可以看出，作为格雷厄姆的信徒，巴菲特非常关注本金的安全。就像以前的大规模投资一样，此次也是以优先股的方式开始投资；但是投资过程中同时获取认股权证，在保障了本金的安全基础上，同时又可以在未来上涨中寻求利益，这是整个过程值得关注的两个地方。

11月，国家发改委主任张平坦承，“11月份国内有一些经济的指标确实出现了加速下滑的态势。一部分企业生产经营出现困难，特别是一些以生产出口产品为主的这类企业，有些甚至出现停产、半停产的状态……”虽然不少个股已经具有重置价值，但极端恶劣的市场环境还是让人担心不已，有什么品种可以进可攻，退可守呢？

作为小股民，我们没有全球首富巴菲特这么强大的话语权，但是这种这种注重本金，同时有潜在丰厚回报机会的投资思路是可以借鉴的。国内企业没有发行优先股的法律环境，但是作为类似的替代品，可以在熊牛转折阶段，可以重点关注可转债这一品种。

笔者把可转债比喻为投资品种的“冬虫夏草”，简单来说就是“熊市为债，牛市变股”。可转债的投资价值可以拆分为低息债券加认股权证（符合转股条款可以转股），之前两年，伴随股市走牛，认股权证部分内涵价值大幅飙升，转债价格也大幅上涨；随着股市的快速回落，不少转债的的正股价距离转股价已经大幅偏离，认股权证部分的内涵价值归零，换言之，转债的股性已基本褪去，基本上回归了债券属性。当时，市场上个别转债品种债息回报率已经在6%以上；同时可转债还附带有转股条款，虽然当前的股价已经远远低于转股价，但是上市公司有向下修正转股价的动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，如北大荒就在此前修正了转股价。

熊市末期，可转债的机会主要在两方面，第一是到期收益率高于国债收益的纯债替代类的转债；第二是存在下调转股价可能的转债。当时，笔者在"明嘴股谭"专栏强力推荐了南山转债这一品种，也是基于这两个因素。

南山转债 2008 年 4 月上市，2013 年到期，2008 年 10 月 29 日，南山转债转债最低 82.70 元。如果计算利息和买卖价差，截至 2008 年 11 月底，持有南山转债的到期收益率为 5.39%，和 5 年期国债收益率相当。南山转债还提供了一个一般回售条款，如果到期前 1 年，南山铝业股价连续 30 个交易日低于当期转股价 70% 的时候，持有人可以以 103 元回售给公司。当时南山铝业股价为 6.69 元，而转股价为 16.89 元。如果提前一年回售，到期收益率又可以提高到 7% 以上。

另外，为了保护转债投资者，设置了提前回售条款，像前文所说的南山转债回售条款。但是，上市公司发行可转债是为了融资，所以转债还有修正转股价的条款，主要是为了防止一旦触发回售条件可转债的持有人行使回售权造成发行人的资金紧张。修正转股价格会使转债的持有人行使转股权时可以获得更多的股份，不过在银根紧缩的大背景下，对上市公司而言，股权稀释显然没有资金链断裂更可怕。

果然，南山铝业公告，自 2009 年 3 月 16 日起，南山转债修正后的转股价格为 8.52 元/股。随后又在 8 月份公告，启动了提前赎回条款，截至 9 月份，南山转债的价格已经在 120 元以上。如果投资转债，投资者可以安全获得 50% 的回报，远较把钱放在银行睡大觉为好。

相对于股票，转债更为复杂。做好转债投资，必须要先把发行时的"回售、转股、赎回"三大条款吃透。当然，如果想省事的话，也可以选择以转债投资为主的基金或者券商集合理财品种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资外因：政策与流动性

价值投资者喜欢研究公司的内在价值，忽略外因。但是在中国这样大起大落的新兴市场，如果不考虑政策和流动性的因素，投资的效果往往会大打折扣。虽然，人人都知道股市是政策市，但是能从政策变化中灵活把握到投资机会的却不多。例如，2008 年 4 月 24 日起，证券交易印花税由千分之三降至千分之一，大盘以暴涨近 8% 来迎接利好，很多人认为股市走势从此将被逆转，但是大宵先生当时却明确提出了自己的观点：印花税降低只是降低了交易成本，却没有改变股改后大小非变现带来的股市流动性困局。

笔者研读大宵先生的文章，从中得出很受启发的两个投资思路：第一，要将要将政策和流动性结合起来，才能更好的判断大势；第二，关注社保基金等国家队的动向。

经历过“5·19”和“5·30”的股民，都会明白政策的威力，但是实践也证明，政策往往只是在短期内发挥效果，但对市场中长期的走势影响有限，而且政策也有误判和失灵的时候。回顾 2007 年的牛市，“5·30”是管理层用有形之手摧毁了垃圾股的泡沫，而从 10 月份之后，管理层希望通过无形之手来遏制蓝筹股的泡沫。包括停止新基金的发行、加快 QDII 的发行，甚至直接对基金的投资行为进行窗口指导，但效果起初并不是特别明显。

在 2008 年，从恢复新基金发行到减少印花税到规范大小非减持，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以看到，政策的导向希望股市稳定，但是并没有奏效，也没有改变市场单边下跌的态势。这是什么原因呢？

我们来解构下，股价是有上市公司的业绩和估值来决定的，一般的，股市的政策对于业绩的影响相对有限，而是通过改变流动性或者人们对流动性的预期，进而改变股市的估值，从而改变股价。所以说，政策是否奏效，还要看改变流动性的路径是否奏效。

整个 2008 年，大霄先生之所以可以成功看空，正是因为他把握好了其中的关键。他认为，股改中大小非支付了对价之后，三年后他们开始享受股份可以变现的价值，市场上的供求关系被打破了，而降低印花税和局部限制大小非减持，都难以逆转这一方向；同时上市公司的盈利也在下降趋势当中，所以股市走熊成为必然。

而在 2008 年底，经济虽然还是极度恶化，很多机构投资者还在看空，但是大霄先生已经坚定唱多，也是因为再度成功把握了政策和流动性的关系。

他有一句名言："在市场低迷的时候、发不出股票的时候、更重要的是国家需要的时候，投资的胜算一定很高，这也许是我和其他研究者考虑问题出发点不一样的地方。以我 19 年从业经验判断，跟着国家队走，从来没有错过。"所谓的国家队，正是社保基金，在大霄先生的言论中，也常常提到社保基金的动向。关注社保，不因为是国人的"养老钱"，更是因为它也是长期投资者，和他的投资理念相近。

而当时，市场的供求关系的确再度发生了变化，巴菲特、李嘉诚等长期投资者开始入场；大小非从减持逐步转为回购和增持；社保基金也开始再度入场。虽然筑底的过程有所起伏，但最终事实证明了大霄先生的远见。

笔者的同学，招商证券首席策略分析师陈文招也是，也是善于从 GDP、M1、M2 等数据之间的辩证关系来研判走势，从而在牛熊和熊牛转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

折阶段，成功地把握了大趋势。

经历了2009年，相信股民会更意识到流动性的威力。上市公司的盈利并没有真正改善，是政策和资金激发了这轮牛市行情。各种利好政策的累积效应构筑了行情的基础（政府通过前所未有的经济刺激力度展示决心），而宽松的货币政策以及超预期的信贷规模释放出大量的流动性构成了行情的推动力。实体经济不好，民营企业家“休养生息”，而超低利率带来的低廉资金价格，导致资金涌向了资产类商品，从而推动了股市和楼市的复苏。而股市从2009年8月起的调整，一大因素也是因为中央政府对于信贷政策的微调。

对于市场的未来走势，大霄先生还是坚定地看多。相比他的观点，笔者相对谨慎一些，但是大的方向没有变化，也非常认同他“底部购入的优质筹码要坚定持有的观点”。

对于未来的展望，笔者的看法有三：第一，全球资金从美国流向新兴市场的大方向不会逆转；第二，产能过剩导致的低通胀，低利率环境将长期维系；第三，经济转型期，结构化牛市的特点将更为明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七部分　媒体聚焦

市场是有生命的，无论是何种的运动方式都是她生命力的表现，是对不合理现象的修正。我们应该尊重她而不是试图去操纵她，那样只能会造成她生命力的消失。

我的追求是在一片浮躁中保持清醒，在悲观绝望中保持信心。

——李大霄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李大霄2000年中期提出“摘荔枝”，2005年中期提出“播种”，2006年提出不拔青苗等硕果，2007年提出“摘熟苹果”，2008年提出“保护胜利果实”，2009年提出股票带来希望。当股市还在1664点左右徘徊，市场千点论火热的时候，李大霄又开始坚定地唱多。似乎每一次股市的转折点都被李大霄应验了。为何李大霄能够准确把握市场的趋势？为何他甘愿做一名“少数派”？这一切都源于他对股市摸爬滚打二十多年的理解，对作为一名证券分析师这份职业的深入领会。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李大霄："本土"分析师眼中的2009年

看天下 王晨

导语：在市场最悲观的时候，他在2005年晚春报章的角落里写到，"情况正在发生改变"；在人人都是巴菲特的2007年，他在11月公开表示"A股长期估值顶部已经形成"；在"价值投资"声名狼藉的2008年深冬，他号召"长期投资区域开始了"；在巴菲特身家缩水近一半面临"晚节不保"的质疑时，他宣称自己最崇拜的人是巴菲特……前几次，这个市场给足了李大霄面子，"说不定下一次就错了。"这个市场让人分不清哪句是真话，哪句是玩笑。

"顶底皆断，惟此一人，确见功力。"一位在投资界颇有影响力的证券媒体主笔私下赞道。

但这样的称赞在乍暖还寒的2009年早春，仍只是"少数派"报告。

2008年11月底，当李大霄在"千点论"重现的恐慌里，抛出"6124点卖出需要淡泊，1664点买入需要勇气"、"A股市场稳定的基础已经形成"等观点时，等待他的是并不陌生的怀疑、不屑甚至谩骂，到了2009年还有被轧空者不服的反讽。

但较之一年前的因唱空而丢掉工作、三年多前的唱多无人问津，李大霄已默默地夺出自己的话语权。

"证券市场中没有人会永远正确，可能有的人正确的时间会稍微久一点儿"。如今，已换新东家、现任英大证券研究所所长的李大霄，带着一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丝避“神”惟恐不及的小心翼翼，截断了别人追捧他的话头。

本土分析师

谈到李大霄，一位中等规模基金公司的基金经理掩盖不住语气中的不屑，表示“对他印象并不深”，他们心目中的分析师第一阵营，是“更具背景和资历”的媒体经济学家或明星分析师。

一位曾做过几年私募经理的人士跟记者更具体地谈了他的感受。与他的偶像独立经济学家谢国忠相比，李大霄观点形成的太过“感性”，而且他的“券商”身份也让人对他研究的独立性表示怀疑。但同时，他追捧同样券商身份的高善文。

> “我们更喜欢谢国忠，他发表的文章都是在《财经》这种杂志上，高瞻远瞩。”
>
> “那么对于行情的预测，谢国忠和李大霄谁准？”
>
> “当然是李大霄。”

这是记者与上述基金经理的对话。

没有“海龟”背景等光环加身的李大霄，惟一的资本就是“对A股市场的判断力”。然而，即便这种判断的准确率远高于一些来头不小的主流分析师，但在由精英阶层的基金经理主导的“最佳分析师”评选的榜单上，依然没有他的名字。

李大霄有些落寞和难过，尤其在孤独而坚定唱空的2008年，他也没能赢得属于自己的一份荣誉，但转念中，他也有自己的满足。他因工作原因，从东莞转到深圳的时候，就得到很多热心人数不清的帮助，如住房、学校等等；在他的博客上，许多以前骂过他的股民转而开始支持他；而主流证券媒体也开始为他的言论留出版面。李大霄说很满足，想想前几年，文章总是遭遇闭门羹，最后不过沦为一堆无用的印着字的纸。

这些经历或多或少会影响他的心态和处事。交谈中的李大霄，低调，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言语极有分寸，在记者听来甚至有些过于小心翼翼。偶尔对别人的用词有些敏感。例如，他不喜欢记者用“草根分析师”来称呼他。在他的理解中，“草根”一词包含了“知识贫乏”、“不专业”等不良含义。

相比之下，他认为“本土分析师”一词更为贴切。

作为中国第一批“股民”，深圳股东账号为“1”的李大霄认为自己最不缺的是“实战经验”，尤其对中国本土市场，他见证了它每一步的发展过程。

李大霄 1980 年上大学。大学毕业后，曾在国企工作五年。后来跳槽到外资公司，工作了七年。正是在外企工作期间，他接触到了证券行业，从此一发不可收拾。

作为中国股市的初涉水者，现在的投资者听都没有听过的 STAQ、NET 市场，南方证交中心都曾是李大霄的关注对象。

虽然身在外企，李大霄的心已飞到了股市上。那时，涉及到证券的七八份报纸，每一期，每篇文章，他都一一读过。甚至，证券公司的从业人员也会就某个问题咨询他。在同样较早接触证券业的外企同事眼里，李大霄就是“专家”级人物。

1997 年，32 岁的李大霄做了一个当时家人强烈反对的事情：他从外企转行到了证券公司，拿的薪水只有外企的十分之一。

“那时觉得只要给我一张桌子就够了”。刚去证券公司的李大霄要求不多，初进公司，他的职位是咨询员，负责打字的同事是他的上司。

直到他成为公司里第一个考到全国首批咨询资格证的分析师时，这种状况还未改变。

这期间，他在电视台做股评节目，做了 10 年，换了 26 个主持人。

也是在这十年里，“中国的股市从青涩的初级阶段发展到实战阶段；政府的政策影响力从不成熟到趋于成熟；符号意义变成实际价值，从不流通往全流通转变；市场参与者也从早期身份比较敏感的人扩展为广大市民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阶级；地点也从深圳上海发展到全国”，谈起中国股市的变化，李大霄语调缓慢下来，每一个音节都咬得很重。

李大霄现在的影响力主要限于股民阶层。对普通投资者来说，他们追捧分析师的道理更为简单直接：说得准，让自己赚的时候多、赔的时候少。

这个朴素的诉求，也是李大霄价值观的一部分。

从 1664 点出现后的一个月内，他开始鼓励人们进场。

“做这个判断的所有的理由只是让读者在这个时候不要抛，不要把自己手中珍贵的筹码，换成李嘉诚、巴菲特们的入场券。”

坚持唱空之后的坚持唱多

6100 点上的唱空者，在整整一年后的 1600 多点成了坚定的唱多者。李大霄认为市场的“融冰之旅”从 1664 点业已启航。

李大霄唱多与唱空的逻辑是一样的：在 6124 点时唱空，是因为那时的一元钱的股票，要花十几元甚至几十元钱买，买的是“棉花”；而 1664 点时，一元钱的股票花几角钱去买，买的是“压缩饼干”。

之所以做出这个判断，最根本在于政策面上的“V 型反转”。

“政策面对 A 股市场很重要。”在李大霄看来最为敏感的信号是，社保资金 11 月 100 亿元悄然入市，以及以中石油集团、汇金公司为代表的央企“护盘资金”增持。

“观察股市这么多年，从来没有见过汇金公司这种级别的资金买股票，你想国家都掏腰包买股票，可见已经很着急了。”

在他的技术性判断之外，还有一个价值观上的逻辑。李大霄认为国家、集体、个人的利益是一体的，“这个时候，国家也需要你入场，五毛钱能买一块钱的东西，此时不入，更待何时呢？”

即便上周股市出现剧烈震荡，尤其是 2 月 18 日上证综指暴跌 109.58 点，创下年内最大单日跌幅。惶恐声中，李大霄建议大家，“别慌”。他认为这是市场大幅反弹后的正常回调。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于这轮上涨的性质，市场主流舆论认为：并非源于实体经济的好转，而是资金流动性推动所致。著名财经评论员叶檀甚至认为：现在唱多的人不排除别有用心借机出货的可能。

李大霄还是坚持自己的判断，"从 1664 点做出判断开始，我的观点就没有改变过"。面对"冷经济，热股市"的质疑，李大霄咽下了自己的反问："经济周期和股市周期并不一定保持一致，我想这个说法也许更为贴切。"

现在的股市仍是希望的田野

电话访谈的间隙，偶尔有问询声从电话那端传来，隐约听到李大霄的答案："买封闭式基金。"

封闭基金、B 股和 QDII，是李大霄在各种场合都推荐的三个板块。

"对媒体、顾客、家人以及朋友，我的答案都一样。否则，太累了。"

"在 A 股票市场，说像煤炭、银行、证券，这种都是强周期的品种，这些就适合激进型投资者周期性拥有。如果是稳健型投资人，我推荐他们考虑封闭式基金和 B 股。"

在 6000 多点时，主流券商唱多银行股，他曾提出"银行股的风险不容忽视"。

现在，"这只老虎在这个阶段变成美女了。"李大霄开起了玩笑。

同样，"1664 点的股市对股民而言，已转变为带有希望的资产，那时入场的勇士，在 2000 多点已经得到了嘉奖，现在入场的人，则已要付出一定的'入场费'。"

尽管谨慎，他的判断却从不打擦边球。对于这点，李大霄有些骄傲："这么多年，我写的每篇文章，都有观点。"

2007 年底，他跳槽新东家英大证券时，唯一的要求是：要能说真话。这让人想起，在访谈中他对记者说过的一句话："生命是有价值的，我不想在模糊中浪费。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市初期　卖方分析师才是真英雄

迈克·吴

为什么近一年来，在中国 A 股这个大熊市中，99% 的投资者损失惨重到无以复加的程度？因为我们缺少的是具备真正职业道德和从业素质、敢于放弃自己切身利益的“立场正确的卖方分析师”。

记得几年前，在我母亲以前的同事和时任上海东方国际集团的老总汪洋先生（原上海市外经委主任）家中，和他一次聊“327 国债事件”说起证券从业者的道德和责任是什么？汪总想了一下说：“证券从业唯一正确的职业道德精神是我们这个国家所需要的，真正坚持正确之路的人没有多少，而坚持正确的判断又敢勇于公开的坚持者更是凤毛麟角，但是最终成功之门只为能够坚持所有正确道路的人敞开。”

在国内牛市看多并不难，但是真正业界的英雄，却是在熊市初期敢于公开站出来表示应该卖出的分析师，因为他要冒着丢职的危险。

这不由想起去年 9 月底的熊市即将开始之初，我发现在中国资本市场，只有当时任“东莞证券”首席分析师的李大霄先生（现为英大证券研究所所长）对公开市场很明确地说出了“卖出”的信号。

而当时大多数券商和机构的报告都在推荐继续全仓买进整个市场，媒体看上证指数会到 8000～10000 点的哗众取宠的“重量级金融专家”大有人在。而李大霄却成功地把握住了空头，现在来看他在国内分析师业界中是个胜利者。在牛市初期坚持看多，在熊市之初开始逐步看空，恰恰是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名合格分析师所必须具备的专业技能。因为在大牛市要填平的是上轮熊市的跌幅空间，而在牛转熊却要有足够的勇气和真才实学去恐惧无限风光在险峰的"大跃进热情"。

最近 A 股市场一片风雨飘摇，一年一度的最佳分析师评选已拉开帷幕。但今年业界也许要为谁是最佳分析师而面对 18 年来最尴尬的一次评选，因为到底是把导致在熊市中继续高呼现在是"牛市下半场"和"大跌正是买入机会"这样的假、大、空们在这一年来所做的研究报告做个梳理，作为评选的基础，还是为保护我们国家资本血脉而勇敢说出"熊市卖出"的专业正确率为评选底线。去年获奖的大腕今年全军覆没，而今年参选的分析师中，能自始至终看对的也万里挑一。

如果我们中国 A 股资本市场在今天缴纳了大量的学费，能在这个大股灾后明白和懂得市场只尊重"正确和勇敢"，那么我相信高昂的学费没有白交。我们可以失去暂时的地位和金钱，但是中国最终会赢得世界的尊重，因为从业人员的良知告诉我们，到底什么是"真正最佳分析师"所必须具备的荣誉，我也相信公道自在人心。

过去二十年很多世界级大型金融机构，都从大变小，在一次次不能面对正确的熊市中"由巴菲特变成了洪七公"，就是他们不能面对"卖出"和不具备真正具有"专业技能"的卖出分析师。因为真正有能力在熊市初期成为"正确的卖方分析师"肯定是具备在熊市结束转入新牛市的"正确买方分析师"技能的。而在牛市只懂买入的分析师却大多数不具备牛转熊卖出分析师的专业技能。中国资本市场一样，任何金融机构如果没有敢于公开表达自己"熊市来临应该卖出的分析师"，那这样的机构早晚也会被市场的洪流所淘汰。

一些坚持"正确"的人，恐怕与今年的任何奖项评选无缘。因为与其他众多在熊市一路下跌中一路唱多买进"造成巨大资金损失"的分析师比较，他们是"一路独自坚持熊市持现的事实"。据说这已经破坏了国内业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界的潜规则。

如果中国金融业界的分析师评选只能从“买进分析师中选出”，而没有“最佳市场判断正确分析师入选”，那么中国的资本市场还是在草莽初期，所谓的最佳分析师标准就依然是停留在“假、大、空”的本质怪圈中。

（作者为美国投资策略有限公司投资部/上海鑫狮资产管理有限公司总裁）

（2008－11－01）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

大浪淘沙始见金

一位中国股市的老行尊曾经说过："证券从业者的职业道德精神是我们这个国家所需要的，真正坚持正确之路的人没有多少，而坚持正确的判断又敢勇于公开的业内人士更是凤毛麟角，但是最终成功之门只为能够坚持正确道路的人敞开。"

作为一名从事证券报道的财经记者，从业近6年来，见证并记录着市场的变迁和各路英雄的沉浮，深切体悟着老行尊的话。在众多顶着"大师"、"股神"光环的人物中，真正有料的人不多，而有良心有勇气坚持自己观点的人更是罕见。但让笔者庆幸的是，在从业之初就能遇到这样一位人物，并能成为他的朋友，用手中的笔记录他智慧的结晶，用微薄的力量让这光芒尽可能照得更远，让众多的中小投资者尽可能的在正确的方向上行走，而不是相反。

这就是李大霄先生，一位从草根中走来、顶底皆判的股神智者；一位不惧压力坚持自我的平凡勇士。

只能做多的A股市场，牛市看多并不难，但是真正业界的英雄，却是在熊市初期敢于公开站出来表示应该卖出的分析师，因为他要冒着巨大的危险。

2007年底，牛市的泡沫沸腾着每个人的心，"站在8848看奥运"、"万点不是梦"大行其道，经济高速增长、人民币升值、大国崛起等理由满

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

满，即使谨慎者也只是提“快牛变慢牛”、“震荡消化”，没有人相信噩梦将至。

但彼时，大霄先生凭借经验和智慧却敏锐地发现，疯狂已经无法持续。秉着职业的道德和良心，他开始利用博客、报纸专栏、论坛、电台等阵地发出了《A股长期估值顶部可能已经形成》、《牛市已经结束》、《冬天已经来临了》等观点。但是让他没有想到的是一片热诚之心，却遇到了前所未有的阻力。不仅同行们不认可，所在公司的领导批评，股民们也不买账，说他是“空军司令”。甚至有多年未联系的同学来电劝他收敛锋芒，保护自己。

2007年10月下旬，在给笔者所任职的《南方日报》发来的特约稿件中，大霄先生无奈地说：“盼望得到别人的喜欢就变得异常艰难，但希望在漫长的岁月后会有人能够理解其用心良苦。而永远的蜜糖灌输者虽然麻醉大众一时，但却不能永远。我相信，世界上总有良知，我既然选择了这条路，就注定是充满艰辛和荆棘……”虽然内心苦涩，但是大霄先生没有放弃良知，而是怀着巨大的勇气继续从各种途径向股民们发出劝诫。

2008年，A股一路下挫，期间“迷你熊”等噱头昙花一现，而高手们也一批一批倒在抄底路上。大霄先生却一直坚持自己的观点，直到真正底部出现之时。1600多点之际，市场已经陷入巨大恐慌，看空到1200点甚至900点者不乏其人，而大霄先生却从估值优势、产业资本大举进入股市、政策利好接踵而来等信息判断，希望已经来临，旗帜鲜明地发出了唱多的声音。如今，又是一年，股指已经从底部翻番，再次验证了大霄先生的睿智和远见。

2008年底，大霄先生的心情也曾黯然过。一年前，被证券业视为最权威的“新财富最佳分析师”评选出炉。与其他众多在熊市下跌中一路唱多买进的分析师比较，坚持“正确”的人，却与奖项无缘，据说这是已经破坏了国内业界的潜规则。如今，一年一度的评选又将出炉，不过相信大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宵先生将会淡然很多。

公道自在人心。从2005年到2009年，大宵先生一路以来的先验判断和高贵的品格，赢得了越来越多媒体和投资者的尊重和响应。作为他的朋友，笔者一直以来都好奇，是什么让大宵先生在每一次牛熊转换的关口都能成功把握?

带着这种好奇，笔者翻阅了大宵先生2006年以来的博客文章，试图去触摸他思想的脉络，在这一过程中笔者所获良多。不过遗憾的是，由于博客的特点，不少智慧的精华散落在各处，通过结集出版的方式，整理并升华这些思想的精髓，更能帮助中小投资者在投资的道路上获益。作为朋友，也非常幸运和感谢得到大宵先生的认可，帮助他一起来做这么一件有意义的事情。

为了给投资者朋友更多在操作方面的建议，征得大宵先生认可，笔者发挥作为财经记者可以博采众家之长的优势，并结合自己近几年来对市场操作的感悟书就了本书的最后一章，希望可以对读者活学活用大宵先生的思想精髓有更多助益。

这本书从酝酿到最终面世已有一年之久。感谢肖小琴编辑对本书写作前后的宝贵意见，以及负责细心的整理和编辑，她的很多建议使得本书在结构和逻辑上都更加流畅，更符合读者的阅读习惯。感谢一起参与书稿整理的中山大学岭南学院研究生杜鹏飞，他的参与大大加快了出版的进度。也感谢我的领导、同事和关心我的朋友对我的长期帮助和鼓励，最后尤其要感谢我的家人，他们永远是我最强大的后盾。

贾肖明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国的股市常常会逆经济周期运行，关键在于中国股市的政
响依投资者信心的变化而定，而政策对于信心的影响是直接的。
化最为频繁的阶段，《超越人性》真实记载了如何顺应政策的变化去应对经济和股市的周期。

——全国政协委员、中央财经大学证券期货研究所所长　贺强

牛顿说：“我可以计算出天体运行的轨迹，却不能计算出人性的疯狂。”股神巴菲特教导我们，“在别人恐惧的时候，我们要贪婪；在别人贪婪的时候，我们要恐惧”。但是在2007年顶峰和2008年谷底的时候，不少专业机构也无法走出人性的桎梏，对巴菲特的质疑声彼时也不绝于耳。李大霄是如何超越人性，号召投资者遵循巴菲特理念以行？读者可以从本书中找到答案。

——《理财周报》主编　夏日

巴菲特法投资理念的核心精髓包括价值投资、边际安全原则、集中投资组合、长期持有股权等。然而，尽管这些精髓为广大投资界人士所熟知，但像巴菲特一样获得成功的人还是凤毛麟角。其难点在两个方面，一是对人类本性的理解与超越，二是对投资价值判断的专业性。《超越人性》从人性的角度，结合本土实践试图探知中国股市的规律，专业和非专业的投资者都值得阅读。

——广发基金公司副总经理　朱平

上架建议：财经　投资类

ISBN 978-7-80257-110-5



定价：36.00元